

دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية-

*The role of financial engineering in revitalizing and developing
Islamic stock markets—Study case of Khartoum Stock Exchange-*

د. عثمان علام*

أستاذ محاضر صنف "أ"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة البويرة- الجزائر

athmaneco@gmail.com

أ. صالح سنوساوي

طالب دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة البويرة- الجزائر

salah.senoussaoui@yahoo.com

الملخص:

نهدف من خلال هذه الورقة البحثية إلى تقديم خلفية نظرية وحالة عملية عن أسواق الأوراق المالية ومنتجات الهندسة المالية المتداولة فيها المرتكزة على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإلى تقديم خلفية عن هذا السوق -سوق الخرطوم للأوراق المالية- وعن أداءه والتعريف بمنتجات الهندسة المالية التي تطرح للتداول فيه، وعن أهم التحديات التي تواجهه، إضافة إلى محاولة التعرف على أثر تداول منتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط هذا السوق. وتوصلت الدراسة إلى ضرورة قيام سوق للأوراق المالية يقوم على أسس الشريعة الإسلامية يتوفر على منتجات مالية مُطورة ومبتكرة وإيجاد منفذ تطبيقي فعال لها يُستفاد منه ومنها، متمتعاً بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، هذا عن طريق توحيد الفتاوى الشرعية والإلزام بها.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية الإسلامية، سوق الأوراق المالية الإسلامية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، الصكوك الحكومية، البنوك الإسلامية

Abstract:

we want to present a theoretical background and a practical case on the financial securities markets and the Financial Engineering products which are traded there and which are based on the principles of Islamic Sharia, on the other hand we will present a background on this market - the financial securities markets of Khartoum- and define the Financial Engineering products which are launched there for the exchanges and the important challenges that face it and try to recognize the impact of these exchanges on market activities. We have come to the end of this study that it is essential that the financial securities market is based on the principles of Islamic Sharia and must contain developed and innovative financial products, so we must find a practical and effective outcome that can be

* المؤلف المرسل

beneficial for all, it must be economically efficient and have credibility with sharia law, and this through the unification of fatwas and their mandatory aspect.

Keywords: financial securities market - Khartoum financial securities market - Islamic banks

مقدمة:

تُعد البنوك الإسلامية من أهم نماذج الاقتصاد الإسلامي، وقد تكون النموذج الوحيد الذي وجد طريقه للتطبيق، الذي تمتع بدرجة من الإعراف مكنته من فرض وجوده وإستمراره. ففي فترة وجيزة حققت هذه البنوك انتشاراً واسعاً، مكنها من إستقطاب رؤوس أموال معتبرة وجذب متعاملين من كافة أرجاء العالم، ربما تكون مرجعيتها الفلسفية وأهدافها الاجتماعية التي تصبوا إلى تحقيقها سبباً في ذلك.

إن موضوع التنمية كان ولا يزال الشغل الشاغل والهدف الأسمى التي تسعى لها مختلف الدول وعلى وجه الخصوص الدول الإسلامية، خاصة في ظل قصور البنوك الإسلامية عن تعبئة المدخرات اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية، لذا توجه البحث والاهتمام نحو إيجاد وسيلة أخرى تُساعد في تحقيق ذلك، ألا وهي انشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تتوفر على منتجات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

ومن التجارب الرائدة في هذا المجال نجد التجربة السودانية التي تعود فكرة انشائها الى سنة 1962 م، ووجدت المنفذ التطبيقي لها سنة 1994 م. وتُعد شهادات وصكوك الاستثمار الحكومية المنتجات الوحيدة التي يستخدمها البنك المركزي السوداني لإدارة السياسة النقدية وتنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الاشكالية:

من أجل معرفة دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية، وفي إطار الهدف العام للبحث، ارتأينا صياغة إشكالية موضوع بحثنا كالاتي: هل هناك أثر دال احصائيا عند مستوى معنوية (5%) لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2002-2015)م؟

فرضيات البحث:

يرتكز البحث على فرضية وحيدة تمت صياغتها على النحو التالي:

هناك أثر دال احصائيا عند مستوى معنوية (5%) لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2002-2015)م.

أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:

- تقديم خلفية نظرية عن الهندسة المالية الإسلامية وسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- التعريف بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تطرح للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، إضافة الى تقديم خلفية عن هذا السوق وعن أداءه.

- محاولة التعرف على أثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية، إضافة إلى محاولة تقدير هذه العلاقة خلال الفترة (2002-2015)م.

تقسيم الدراسة:

تجدر الإشارة في الأخير بأنه حتى يتم الإلمام بالموضوع يتطلب هيكلته وتقسيمه، وحسب طبيعة البحث ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة محاور تسبقها مقدمة وتلحقها خاتمة. وكانت عناوين المحاور على النحو التالي:

المحور الأول: الهندسة المالية الإسلامية؛

المحور الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

المحور الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية.

المحور الأول: الهندسة المالية الإسلامية

تُشكل الهندسة المالية مصدر من مصادر الإبداع تحتاج إليها المؤسسات المالية الإسلامية على اختلافها، ومن أجل تلبية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للزبائن يتطلب إيجاد العديد من المنتجات المالية.

أولاً- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

نعرض تعريف الهندسة المالية الإسلامية ثم ذكر خصائصها.

1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

عُرفت الهندسة المالية من المنظور التقليدي على أنها عملية خلق أدوات وخدمات جديدة من قبل مؤسسات الصناعة المالية، وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المختلفة للعملاء من مستثمرين حواسب ومؤسسات تحتاج للتمويل للدخول في عمليات الاندماج أو تملك مؤسسات أخرى¹.

أما عن تعريف الهندسة المالية من المنظور الإسلامي لا يختلف عنه من المنظور التقليدي إلا أن الأول يكون ضمن مجموعة من الضوابط التي تضعها الشريعة الإسلامية لحماية الأطراف المشاركة في العمليات التمويلية والاستثمارية من الظلم وأكل أموالهم بالباطل، ولتحقيق الصالح العام.

وتُعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها عبارة عن: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"².

هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية³:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواءً في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما سيميزها بالمصادقية الشرعية.

2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

أ- المصادقية الشرعية:

تعني المصادقية الشرعية أن المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حل مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان. وعليه ينبغي التفريق بين دائرة ما هو جائز شرعاً وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية. بينما دائرة الشرع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر وما ليس كذلك، السبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان ومكان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر، بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.

ب- الكفاءة الاقتصادية:

إضافة للمصادقية الشرعية تتميز الهندسة المالية الإسلامية بميزة أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية ألا وهي الكفاءة الاقتصادية، ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.

ثانياً- منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تتعدد من منتجات تمويلية وأخرى مشتقة ومركبة، إضافة للتصكيك.

1- المنتجات المستحدثة:

من المنتجات المالية المستحدثة التي اقترحت لتكون بديلاً عن التقليدية نجد:

أ- المنتجات التمويلية:

هناك العديد من الطرق تستعين بها المؤسسات المالية للحصول على سيولة مالية منها:

- منتج التورق البنكي: التورق البنكي هو آلية تمويلية يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي بشراء سلعة من هذا الأخير بالأجل، على أن يقوم ببيعها حالاً لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية آلية للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل.

- الإجارة الموصوفة في الذمة: الإجارة الموصوفة في الذمة عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها وصفاً لا يجعل مجالاً للنزاع، وسواءً كان محلها منفعة عين كإيجار سيارة موصوفة، أو منفعة عمل كالخياطة والتعليم، ولا يشترط فيها أن يكون المؤجر مالكاً للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون قادراً على تملكها للتنفيذ.
- شهادة الإيداع القابلة للتداول: تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول أوراقاً مالية، تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حملها رب المال والمصرف مضارباً، وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاق.

ب- المنتجات المالية المشتقة:

هناك أدوات مالية إسلامية مشتقة اقترحت لتكون بديلاً للمشتقات التقليدية وهي:

ب-1 الخيارات:

من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلاً عن عقود الخيارات نجد:

- الخيارات في إطار الوعد: إصدار وعد ملزم من مالك الموجودات بالبيع، أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء دون تخصيص مقابل للوعد، وهذا الوعد غير قابل للتداول.⁴
- الخيارات في إطار خيار شرط: إبرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لأحد العاقدين أو لكليهما خلال مدة معلومة، وخيار الشرط غير قابل للتداول.
- الخيارات في إطار بيع العربون: إبرام العقد على موجودات معينة يمكن بيعها مع دفع جزء من الثمن عربوناً على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة نظير استحقاق البائع مبلغ العربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ، ولا يمكن تداول الحق الثابت بالعربون.

ب-2 المستقبليات والعقود الآجلة:

من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلاً عن للعقود المستقبلية والآجلة نجد:

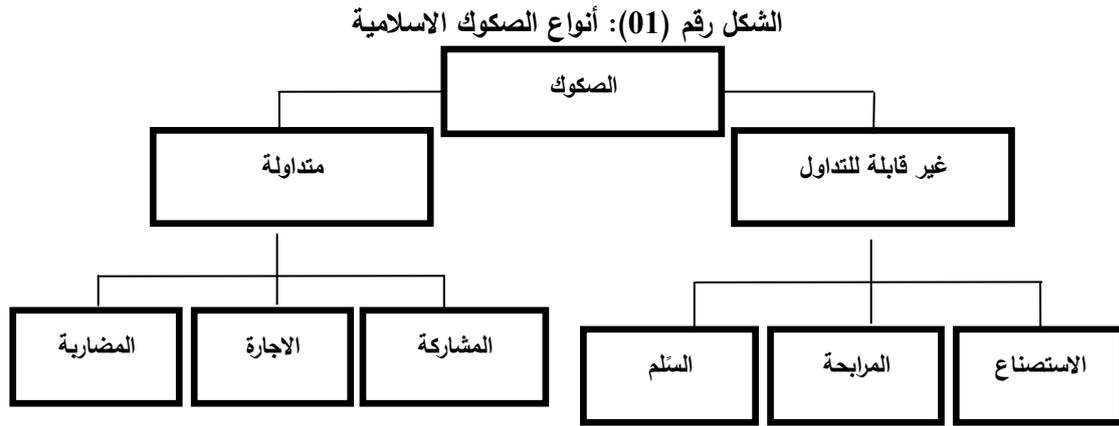
- المستقبليات في إطار عقد الاستصناع: يعد العقد المستقبلي عقد ملزم قانوناً يتم اجراءه في قاعة التداول لبورصة المستقبلية لبيع أو شراء سلعة أو أي أداة مالية في زمن لاحق في المستقبل. يتم تمييزه تبعاً لكمية ونوعية موضوعه مع ذكر تاريخ ومكان التسليم، أما السعر هو العنصر الوحيد المتغير يتم معرفته في قاعة التداول.⁵ وتم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد، وخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لآجال معينة، كما يُشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفاً دقيقاً على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة.⁶

- العقود الآجلة في إطار البيوع المؤجلة: من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلاً عن العقود الآجلة نجد:
 - بيع السلم: يُعتبر السلم والسلف بمعنى واحد وهو بيع أجل بعاجل، هو نوع البيع يتم بموجبه تعجيل دفع الثمن من قبل المشتري (البنك) وتقديمه إلى البائع (المسلم إليه)، الذي يلتزم بدوره بتسليم بضاعة (المسلم فيه) معينة مضبوطة بصفات محددة إلى أجل معلوم.⁷
 - البيع الآجل: هو بيع يتم فيه تسليم المثلث وتأخير الثمن، وعادة يكون هذا البيع بسعر أعلى من السعر الحالي، كأن يقول البائع للمشتري هذه السلعة ثمنها مائة دينار اذا دفعته حالياً، ومائة وعشرون دينار إذا دفعته بعد شهرين أو ثلاثة.⁸
- ج- المنتجات المركبة:

- هي منتجات تحتوي على صيغتين من صيغ التمويل والاستثمار الموافقة لشرع الاسلامي وهي:
- بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة: يقوم هذا النموذج عن طريق إعادة هندسة بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة، كأن يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيم بفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم البنك كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة البنك في حساب المشاركة. بعد ذلك يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيم ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى البنك متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية. أما عن الأرباح التي تجني توزع بين التاجر والبنك حسب الاتفاق.⁹
 - المغارسة المشتركة: يمكن للبنوك تطبيق صيغة المغارسة بشرائها أراضي بأموالها الخاصة ثم منحها لمن يغرسها على سبيل المغارسة، بعد أن يأخذ العامل نصيبه من الأرض والشجر في نهاية العقد، ويمنح البنك نصيبه من الأرض والشجر للعامل على سبيل المساقاة. كما يمكن للبنك الإسلامي القيام بدور العامل، إذ يقوم بتعمير الأرض لأصحابها على سبيل المغارسة، وذلك باستخدام إجراء يوفر لهم البنك التمويل اللازم، ويعد تملكه الأراضي والشجر يُطبق عليها المساقاة.¹⁰
 - المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة: تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك البنك الإسلامي لأرض صالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين، على أن يقرن هذا البيع بعقد إجارة على العمل في الجزء الباقي من الأرض ويكون الأجر جزءاً من الشجر والثمر.
 - صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة: صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة هي نوع مبتكر من الصكوك الإسلامية، وهي جمع بين الصك كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، ويمكن تعريف هذه الصكوك على أنها عقد بيع منافع مستقبلية بثمن حال، أو هي سلم في المنافع سواء كانت منافع أعيان أو منافع أعمال، أو هي إجارة الذمة، لأن المنفعة المستوفاة متعلقة بذمة المؤجر وليست متعينة، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة لأن المنفعة فيها يضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات وهي متعلقة بذمته.¹¹

2- التصكيك الإسلامي:

يقصد بالصكوك الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وعلى الرغم من حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن أشكالها أخذت أنواع مختلفة وذلك وفقاً للغرض الذي أنشأت من أجله¹²، ولهذا يصعب حصر جميع أنواع الصكوك، لذا حاولنا من خلال الشكل رقم (01) التطرق لأهم الصكوك الإسلامية حسب قابليتها للتداول.



المصدر: سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر: سوريا، 2015، ص 439

المحور الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتضمن السوق المالية جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة إضافة لسوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالي يتكون من سوق نقد وسوق رأس المال، وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية، التي بدورها تنقسم إلى أسواق غير منظمة وأسواق منظمة وهي أيضاً تسمى بسوق الأوراق المالية أو البورصة.

أولاً- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

اختلفت وتعددت التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، لكن معظمها تركز على الجانب الوظيفي وأوجه الأنشطة التي تمارسها، ومن أهم هذه التعاريف نجد:

1- يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنه ذلك المجال الشرعي الذي يتم من خلاله إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفوائض بصورة منظمة ومراقبة وعلى أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي.¹³

2- كما تعد سوق الأوراق المالية على أنها فرصة مهمة جداً لكل مستثمر مسلم، ليتمكن من تقليل خسائره ومخاطرة وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعةً ومشروعيةً، كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زياده معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة انتاج الطيبات في المجتمع.¹⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية يمثل الآلية التي يتم بواسطتها تجميع المدخرات من أصحاب الفائض عن طريق إقتناء أدوات مالية يمكن تداولها مُصدرة من أصحاب العجز، وتعتبر هذه السوق فرصة مهمة لكل مستثمر مسلم، يتمكن من تقليل خسائره ومخاطرة وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعةً ومشروعيةً.

ثانياً- مبادئ وضوابط سوق الأوراق المالية الإسلامية

تُعد سوق الأوراق المالية الإسلامية جزء من النظام الاقتصادي الإسلامي، وبذلك تستمد خصائصها ومقومات وجودها وعوامل إستمراريتها من الخلفية الفلسفية له، وتتمثل فيما يلي:

1- إلتزام البنك الإسلامي في جميع معاملاته بقاعدة الحلال والحرام:

عدم التعامل بالربا، ببيع العينة، بيع المحرمات أو وسائلها، كسب المال بالميسر، الرشوة، الغبن، الغش والغرر... الخ.¹⁵

2- عدم التعامل بالربا:

الربا هي زيادة في أشياء خاصة، والزيادة على الدين مقابل الأجل.

3- الإلتزام بقاعدة "الخراج بالضمان":

الخراج هو الغلة التي تحصل من الشيء كالمنافع، أما الضمان هو تحمل تبعه الهلاك، ومعنى القاعدة أن الخراج من عين ومنفعة وغلة، فهي للمشتري عوض ما كان عليه من تبعه الهلاك، لو هلك كان المبيع من ضمانه.¹⁶

4- لا ضرر ولا ضرار:

تشتمل هذه القاعدة على حكمين، الأول لا ضرر المقصود بها عدم إلحاق البنك بأضرار بنفسه أو غيره أو البيئة أو بالمجتمع في سبيل تحقيق أهدافه، أما الثاني لا ضرار عدم مقابلة الضرر بالضرر، وإنما على المتضرر مراجعة جهة القضاء بهدف الحكم له بالتعويض عن الضرر الذي ألحق به.

5- العمل والجزاء:

واجب على الانسان العمل الصالح، فهو ضرورة حيوية وشرطاً ضروري للإيمان، ومن مقتضى العدل؛ لكل عمل جزاء عادل على عمله، ويطلق أن أي جزء دون عمل، وكون العمل في حدود شروط الإستخلاف.¹⁷

6- تصحيح نظرة المجتمع للنقود:

على عكس السوق التقليدي تعتبر النقود كأى سلعة تتاجر فيها، فإن السوق الإسلامي يعتبر وسيلة لتحريك النشاط الإقتصادي من خلال مساهمتها في تعبئة وتوجيه الطاقات البشرية والمادية في المجتمع، تحصل مقابل ذلك على نصيبها لمشاركتها باقي عناصر الإنتاج في العملية الإنتاجية.¹⁸

7- الخضوع للرقابة الشرعية:

إضافة إلى الرقابة الذاتية والرقابة الداخلية التي تخضع لها السوق، نجدها تخضع إلى نوع آخر من الرقابة الخارجية، ألا وهي "الرقابة الشرعية" من خلال "هيئة الرقابة الشرعية"، هذا قصد الإطمئنان العملي على التزامها بالشريعة الإسلامية والتدخل لتصحيح الانحرافات لأعمالها اليومية.¹⁹

8- حرية الأسعار:

تكون حرية الأسعار مبنية على آلية العرض والطلب، ومن المعلوم أن السوق الذي تسودها المنافسة التامة تتحدد الأسعار فيه عن طريق تلاقي قوى العرض والطلب.

9- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

نعني عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت والمكان وتصبح غاية في حد ذاتها، وبالتالي تصبح العملية لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي.

10- الإفصاح:

لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في الأسواق، فحرم اعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري وأمر بتوفير المعلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة.

11- المنافسة الحرة والعادلة:

أي يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالأسس الأولى.

المحور الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية سنة 2016 م السنة الثاني والعشرين على تأسيسه، وكان لإنشائه دوراً في دعم وتطوير وتنشيط تجربة التمويل الإسلامي في السودان، وتعتبر الصكوك الحكومية الإسلامية من أبرز الأدوات التي تحقق ذلك. لكن كيف يتحقق ذلك؟

أولاً- خلفية عن السوق المالي السوداني:

شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية عدة مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجلة التقدم بالسوق، فيما يلي لمحات عن أهم المراحل في عمر السوق:²⁰

1- فكرة إنشاء السوق:

بدأت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية في السودان إلى سنة 1962 م، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والبحوث والاتصالات من قبل وزارة المالية وبنك السودان، بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي وتوصلت التوصية إلى إنشاء السوق.

2- إجازة القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق:

تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في سنة 1982م من قبل مجلس الشعب بهدف تنظيم السوق ولم يتم التطبيق حتى سنة 1992م، وفي سنة 1992 م بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية، وفي ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990م-1993م)، ومن ثم تم تأسيس هيئة الأسواق المالية سنة 1992 م، كما أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لسنة 1982 م، إلا أن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء سوق الأوراق المالية.

3- البداية الفعلية للسوق:

في سنة 1994 م أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً، وقد بدأ العمل في السوق الأولي في 10 أكتوبر 1994م والسوق الثانوية في يناير 1995 م بعدد 34 شركة مُدرجة. أما في سنة 1996 م ارتفع عدد الشركات المدرجة من 34 إلى 40 شركة، وشهدت سنة 1997 م تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل.

وفي سنة 1999 م بدأ العمل بنظام السوق الموازية، حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي، وفي سنة 2001م شهد بداية إصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وتم إعلان مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وفي سنة 2003 تم ادراج سهم سودائل تقاطعياً في سوق أبوظبي للأوراق المالية، كما تم توقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والاسكندرية في سنة 2004 م.

وإنضم السوق لاتحاد البورصات الأفريقية في سنة 2007، مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع سنة 2008، كما اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج بنك السلام في سوق دبي المالي. أما في سنة 2009 م سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية، حيث ارتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار دولار، كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني المتوقع العمل به، وشهدت سنة 2011 م تم اعتماد السوق عضو دائم باتحاد البورصات العربية، كما بدأ التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني.

4- بداية التداول الإلكتروني:

تم افتتاح منظومة التداول في سنة 2012 م، وفي سنة 2014م تمت إجازة قانون جهاز تنظيم سوق المال السوداني وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2014 بواسطة مجلس الوزراء، وفي ذات السنة أجاز

مجلس ادارة السوق لائحة مكافحة غسل الأموال لشركات الأوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة لسنة 2014 م، كما تم تدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، وشهدت سنة 2014 م أيضاً توقيع اتفاقية مع بنك البركة السوداني ليصبح بموجبها بنك البركة بنكاً للتسوية النقدية لعمليات التداول، كما تم توقيع اتفاقية تعاون بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة مصر للمقاصة وشركة النيل للتكنولوجيا، ونشر المعلومات وتفعيل التعاون المشترك مع البورصة المصرية، وفي ذات الاطار شهدت علاقات السوق الخارجية انضمام السوق لعضوية منظمة اتحاد مراكز الإيداع بأفريقيا والشرق الأوسط. وفي سنة 2015م تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، كما قام سوق الخرطوم للأوراق المالية بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق وذلك في يوليو 2015 م، وفي شهر نوفمبر تم شطب اسم السودان من قائمة الدول التي تعاني من قصور في استيفاء متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الارهاب.

ثانياً- أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وواقع انتشار منتجات الهندسة المالية فيها

كان لإنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً في دعم وتطوير تجربة التمويل الإسلامي في السودان، وتعتبر الهندسة المالية من أبرز داعميه والمساهمة في تنشيطه، ويتجلى ذلك الدعم فيما يلي:

1- السوق الأولي:

السوق الأولي هو سوق يتم من خلاله إصدار الأدوات المالية وطرحها للاكتتاب العام في اطار القوانين واللوائح والتعليمات والأعراف السائدة، وتتمثل المنتجات المالية التي طرحت في سوق الخرطوم للأوراق المالية في:

أ- الأسهم:

شهدت السوق الأولية زيادة في رأسمالها سنة 2015 م، فبلغ عدد الأسهم المصدرة 44655590 سهماً بقيمة إجمالية بلغت أكثر من 29 مليون جنيه. فيما يلي استعراض لإصدارات الأسهم بسوق الأوراق المالية بالخرطوم.

الجدول رقم (01): قيمة اصدارات الشركات السودانية في سوق الخرطوم للأوراق المالية

السنوات	قيمة الإصدارات	السنوات	قيمة الإصدارات	السنوات	قيمة الإصدارات
2002	414276	2007	5071449	2012	460450555
2003	163458	2008	373878065	2013	14508674
2004	274250	2009	78876573	2014	146089813
2005	18030179	2010	300366151	2015	38871692
2006	266166	2011	0	2016	/

المصدر: - البنك السوداني المركزي، قاعدة البيانات الاحصائية، متاح على: <http://statistics.cbos.gov.sd>.

- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي 2015، متاح على: <http://www.kse.com.sd>، ص، ص 15، 16.

من خلال قراءة الجدول رقم (01) يلاحظ تذبذب في تقلبات قيمة إصدارات الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية من سنة لأخرى، الى أن يصل الى أقصى قيمة لها سنة 2012م بقيمة إصدارات تقدر بـ 460450555 جنيه، وأدنى قيمة لهذه الاصدارات معدومة سنة 2011.

ب- الصكوك الحكومية الإسلامية:

تقوم شركة الخدمات المالية السودانية المحدودة بإصدار وتسويق وإدارة الصكوك الحكومية والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة والمساعدة في إدارة السيولة على المستوى الوطني وتمويل عجز الموازنة العامة، ومن هذه المنتجات* نذكر: 21

- **شهادات المشاركة الحكومية (شهادة):** شهادات المشاركة الحكومية هي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة، ومن خلال الجدول رقم (02) نوضح توزيع شهادة المشاركة الحكومية السودانية (شهادة) حسب نوع الزبون خلال الفترة 2014 - 2015.

الجدول رقم (02): توزيع شهادة المشاركة الحكومية السودانية حسب نوع الزبون خلال 2014 - 2015

الجهة	2014			2015		
	عدد ش مياعة	القيمة مليون جنيه	%	عدد ش مياعة	القيمة مليون جنيه	%
الأفراد	4163792	208190	13.3	3967517	198376	10.7
البنوك التجارية	13085544	654277	41.4	18369755	918477	49.8
بنك السودان المركزي	5616300	280815	17.8	3675621	183781	9.9
المؤسسات والصناديق واللجان	8780168	434008	27.5	10879088	543954	29.6
الإجمالي	31545804	1577290	100	36891981	1844599	100

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي 2015، متاح على: <<http://www.shahama-sd.com>>

من الجدول يتضح أن البنوك التجارية استحوذت على القدر الأكبر من شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة) خلال سنة 2015 بنسبة (49.8%)، يليها المؤسسات والصناديق واللجان بنسبة (29.6%)، ثم الأفراد (10.7%) وأخيرا بنك السودان المركزي بنسبة (9.9%). وبدل هذا على أن النشاط الرئيسي في سوق الخرطوم للأوراق المالية هي البنوك التجارية والمؤسسات والصناديق واللجان.

- **شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة):** يتم إصدارها على صيغة الإجازة الإسلامية بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها، وبدأ العمل بشهادات (شامة) في سنة 2010، والجدول رقم (03) يوضح لنا توزيع شهادة إجازة مصفاة الخرطوم للبترو حسب نوع الزبون لسنة 2015.

الجدول رقم (03): توزيع شهادة إجازة مصفاة الخرطوم للبترول حسب نوع الزبون 2015

الجهة	الأفراد	البنوك التجارية	بنك السودان المركزي	المؤسسات والصناديق واللجان	وزارة المالية والتخطيط	الإجمالي
عدد الشهادات مبيعة	33950	2206911	1140000	360979	42160	3724000
القيمة مليون جنيه	1697	110346	58000	18049	2108	1892
%	0.9	58.22	30.13	9.54	1.11	100

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي 2015 ، متاح على: <http://www.shahama-sd.com>

من الجدول يتضح أن البنوك التجارية قد استحوذت على القدر الأكبر من شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) بنسبة (58.32%) يليها بنك السودان المركزي بنسبة (30.13%)، ثم المؤسسات والصناديق واللجان بنسبة (9.54%)، ثم وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بنسبة (1.11%) وأخيراً الأفراد بنسبة (0.9%)، ويدل هذا على أن النشاط الرئيسي في سوق الخرطوم للأوراق المالية هي البنوك التجارية وبنك السودان المركزي.

- **صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** يتم إصدار هذه الصكوك على صيغة المضاربة وهي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبادئ الشرع الإسلامي، وتصدرها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وشركات الوساطة المالية المعتمدة، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة. والجدول رقم (04) يوضح توزيع شهادة صكوك الاستثمار الحكومية حسب نوع الزبون خلال 2014 - 2015.

الجدول رقم (04): توزيع شهادة صكوك الاستثمار الحكومية حسب نوع الزبون خلال 2014 - 2015

الجهة	2014			2015		
	عدد ش مبيعة	القيمة مليون جنيه	%	عدد ش مبيعة	القيمة مليون جنيه	%
الأفراد	506817	5068	6.1	815949	8109	9
البنوك التجارية	4117298	41173	49.7	4167298	41673	46.1
بنك السودان المركزي	1839072	18391	22.2	183972	18291	20.3
المؤسسات والصناديق واللجان	1816782	18167	21.9	2219782	22198	24.6
الإجمالي	8279969	82799	100	9042101	90421	100

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي 2014، 2015 ، متاح على: <http://www.shahama-sd.com>

من الجدول أعلاه يتضح أن البنوك التجارية قد استحوذت على القدر الأكبر من صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) بنسبة (46.1%) تليها المؤسسات والصناديق واللجان بنسبة (24.6%)، ثم بنك السودان المركزي بنسبة (20.3%) وأخيراً الأفراد بنسبة (9%)، ونفس الشيء بالنسبة إلى سنة 2014 لكن بنسب مختلفة،

ويدل هذا على أن النشاط الرئيسي في سوق الخرطوم للأوراق المالية هي البنوك التجارية والمؤسسات والصناديق واللجان.

ج- نشاط السوق الأولي:

يتم إصدار العديد من المنتجات المالية منها الصكوك الحكومية والأسهم، ومن خلال الجدول رقم (05) يمكن توضيح تطور قيمة الإصدارات للسوق الأولية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

الجدول رقم (05): قيمة الإصدارات للسوق الأولية في سوق الخرطوم للأوراق المالية

السنوات	قيمة الإصدارات	السنوات	قيمة الإصدارات	السنوات	قيمة الإصدارات
2001	79295541	2006	4130000000	2011	13232042415
2002	880000000	2007	4225345625	2012	15284968555
2003	1260000000	2008	5887484225	2013	15171000000
2004	2170000000	2009	7498249587	2014	23948090000
2005	1049466651	2010	11578950168	2015	21281070000

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية، التقرير السنوي 2015 ، متاح على: <<http://www.shahama-sd.com>>.

- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية 2015، 2013، 2011 ، متاح على: <<http://www.kse.com.sd>>

من الجدول أعلاه يتضح أن هناك ارتفاع في قيمة إصدارات في السوق الأولي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من سنة لأخرى إلى أن بلغ أكبر قيمة إصدار له بـ 23948090000 جنيه سنة 2014، ويمكن لنا تفسير الارتفاع في قيمة الإصدار أنه بعد انفصال جنوب السودان الذي يتواجد فيه معظم البترول، الأمر الذي أدى إلى فقدان السودان العديد من العوائد، مما أدى بالسودان على تعويض هذه العوائد عن طريق إصدار الصكوك الحكومية، إضافة إلى فتح منظومة التداول الإلكتروني منذ سنة 2012م، كما أن رفع القيود الدولية المفروضة عن السودان سمح للأجانب بالاكنتاب في السوق الخرطوم للأوراق المالية.

2- السوق الثانوي:

كما سبق وقلنا على أن السوق الثانوية هي السوق التي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، ومن خلال الجدول رقم (06) نوضح نشاط التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين (2001- 2015).

الجدول رقم (06): نشاط التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين (2001- 2015)

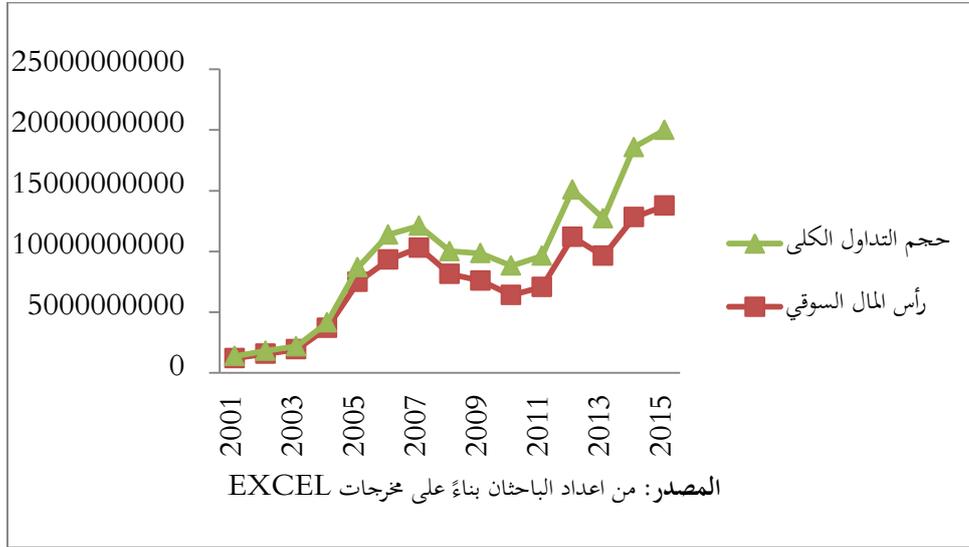
السنوات	رأس المال السوقي	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	حجم التداول الكلي	عدد (الشهادات + الصكوك) المتداولة
2001	1201388910	8768897478	1081185	989	168367478	1082174
2002	1559235773	40060237013	884766	29724	249055365	914490
2003	1929848464	9745456714	776999	37071	244104011	814070
2004	3689881596	2185994488	30790	102108	447722927	132898
2005	7473268351	1731670402	845830	308083	1216833003	1153913
2006	9312418898	7564875940	1433400	1472351	2068054021	2905751
2007	10305290987	9406825010	2717193	2016530	1799635684	4733723
2008	8131776890	281609805	4977907	2421055	1879185955	7398962
2009	7589316950	164714836	4228900	3417714	2246552029	7646614
2010	6391200061	166548014	1791114	4056906	2422315002	5848020
2011	7062982659	106514121	7333445	3892066	2567626975	11225511
2012	11188777913	17258585	5793575	6983324	3885405658	12776899
2013	9634988645	80857419	1447341	5116623	3073607167	6563964
2014	12817683859	175035760	1198891	9996076	5762717820	11194967
2015	13759624800	272436635	1068892	11222669	6250361501	12291561

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية 2011، 2012، 2015، متاح على: <http://www.kse.com.sd>

من الجدول أعلاه يتضح أن هناك انخفاض في حجم تداول الأسهم في السوق من سنة لأخرى، وزاد هذا الانخفاض أكثر خاصة بعد المرحلة الانتقالية لانفصال جنوب السودان عن شماله، حيث انخفض تداول عدد الأسهم من 40060237013 سهم سنة 2002م إلى 272436635 سهم سنة 2015 م.

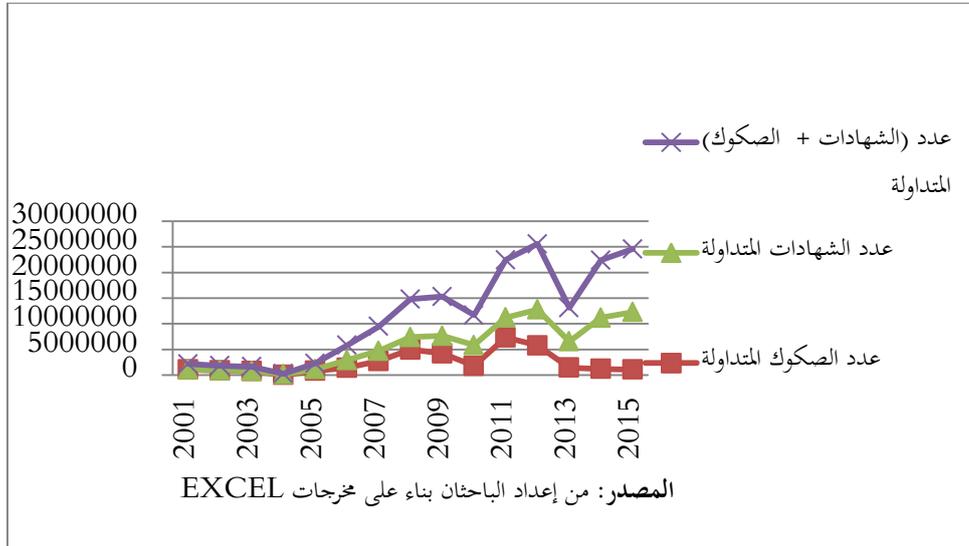
أما بخصوص تطور تداول رأس المال السوقي والحجم الكلي للتداول يمكن تقسيمه إلى مرحلتين، المرحلة الأولى (2001- 2007)م تتعلق بالمرحلة التزايد فيهما الذي يمكن تفسيره بالسياسة المنتهجة من طرف السودان التي كانت تعتمد على التمويل الداخلي في تمويل التنمية، لكن بعد الاعتماد أكثر على التمويل الخارجي ابتداءً من سنة 2007 م شهد حجم التداول ورأس المال السوقي تقلبات. ويوضح الشكل رقم (02) تطور حركة التداول ورأس المال السوقيين لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

الشكل رقم (02): تطور حجم التداول ورأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية (2001 - 2015)



هذا بالنسبة إلى حركة تداول الأسهم والحجم الكلي للتداول ورأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، لكن السؤال الذي يطرح نفسه ماذا بشأن تداول الصكوك والشهادات الحكومية في هذا السوق؟
بهدف الإجابة عن هذا السؤال، نتطرق إلى تطور حركة تداول الصكوك والشهادات الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال الشكل رقم (03).

الشكل رقم (03): تطور الصكوك والشهادات الحكومية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية (2001 - 2015)



من الشكل أعلاه يتضح ارتفاع في حجم تداول الصكوك والشهادات الحكومية من 1082174 صك وشهادة خلال سنة 2001 م إلى 7646614 صك وشهادة سنة 2008 م، أما بعد سنة 2009 م نجد أن هناك

تقلبات في تداول عدد الصكوك والشهادات الحكومية بالاتجاه التصاعدي، لكن ما سر هذه التقلبات في تداول عدد الشهادات والصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية بعد سنة 2009م؟

يمكن لنا أن نرجع سبب التقلبات في تداول عدد الصكوك وشهادات إلى مجموعة من الأسباب تتعلق معظمها بالحالة التي يشهدها الاقتصاد السوداني خاصة بعد تداعيات انفصال جنوب السودان منذ سنة 2011م، مما أدى إلى فقدان العوائد النفطية الأمر الذي أدى بالحكومة إلى الاتجاه نحو التمويل الخارجي لتمويل الاقتصاد السوداني، إضافة إلى الارتفاع الذي شهدته أسعار البترول كان له دور لعدم تمويل الاقتصاد عن طريق الاقتراض.

ثالثاً- أثر الهندسة المالية الإسلامية على تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

بغية معرفة أثر الهندسة المالية الإسلامية على تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية من عدمه وبقصد الوصول إلى الأهداف المسطرة، ارتأينا القيام بدراسة قياسية هذا عن طريق بناء نموذج الدراسة كمرحلة أولى ثم دراسة صلاحية النموذج في تفسيره للظاهرة المدروسة.

1- بناء نموذج الدراسة:

يتم بناء النموذج عن طريق ذكر متغيرات النموذج المستخدم وتوصيفه ثم تقديره.

أ- تحديد متغيرات الدراسة: تتمثل متغيرات الدراسة في:

- المتغير التابع (MC): الرأس مال السوق.

- المتغير المستقل (SI): بما أن المنتج الوحيد من منتجات الهندسة المالية التي تتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية فيتم إدراج عدد (الشهادات + الصكوك) المتداولة كتغير مستقل.

ب- توصيف نموذج الدراسة:

بهدف التعرف على الأهمية النسبية للهندسة المالية الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، تم الاعتماد على نموذج كمي يكون فيه حجم التداول الكلي متغيراً تابعاً، بينما مجموع الشهادات والصكوك الحكومية الم التقدير. كما يلي:

$$\underline{MC} = F(\underline{SI}) \implies \underline{MC} = a_0 + a_1 \underline{SI}$$

ج- نتائج الدراسة:

عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS. 22 المعروف باسم الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية تم تقدير نموذج الانحدار التالي:

$$MC = (3577023875) + (673.627) SI$$

2- اختبار صلاحية النموذج للتفسير:

للحكم على صلاحية نموذج الانحدار الذي تم توفيقه للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، لا بد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

أ- الشروط النظرية:

الظاهرة محل الدراسة هي ظاهرة اقتصادية تفترض أنه أثناء زيادة في المتغير المستقل يؤدي إلى زيادة في تدفق نشاط السوق المال، وبالرجوع إلى النموذج المقدر نجد أنه لا يوجد تعارض بين النظرية لظاهرة الاقتصادية محل الدراسة ونتائج نموذج الانحدار المقدر.

ب- الشروط الرياضية:

نتطرق لاختبار المعنوية الكلية والمعنوية الجزئية للنموذج اضافة إلى شروط المربعات الصغرى.

- المعنوية الكلية: يستخدم اختبار F لاختبار مدى معنوية العلاقة الخطية المفترضة لتقدير معالم النموذج وبيان أثر التغير في المتغيرات المستقلة على (MC)، وبوضع الفرضية: النموذج غير كفاء وغير معنوي: H0 -

النموذج كفاء ومعنوي: H1 -

- المعنوية الجزئية للنموذج: لغرض الوقوف على أي من المتغيرات المستقلة لها تأثير أو لا يوجد لها تأثير نستخدم اختبار T-Test لاختبار معنوية المعالم المقدر في النموذج المقدر.

H0- المعالم غير معنوية وبوضع الفرضية:

واحد على الأقل من معاملات الانحدار معنوي: H1-

ويمكن لنا توضيح نتائج اختبار المعنوية الكلية والجزئية من خلال الشكل رقم (04) الذي يوضح تقدير نموذج الدراسة.

الجدول رقم (04): تقدير نموذج الدراسة

$MC = (3577023875) + (673.627) SI$			
$a_1 = (673.627)$	$a_0 = (3577023875)$	a_i	
P- Value =0.01 F=19.567 R= 0.755 R ² =0.601		نتائج اختبار F	
t=4.423	t= 3.235	قيمة	نتائج اختبار T
P-Value=0.01	P-Value=0.07	P-Value	

المصدر: اعداد الباحثان بناءً على مخرجات SPSS.22

بالنسبة للمعنوية الكلية: قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) بلغت (19.567) وهي أكبر من الجدولة المقدر ب(4.64)، وبذلك نرفض الفرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن النموذج كفاء ومعنوي، وما يؤكد هذا أن قيمة (P-Value=0.01) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05) لذا تم استبعاده. بمعنى آخر تم قبول الفرضية البديلة المتعلقة بكفاءة ومعنوية نموذج الدراسة.

أما بالنسبة إلى المعنوية الجزئية: يلاحظ من خلال قيم المرفقة لإحصائية (P-Value) أن معلمة عدد (الشهادات + الصكوك) المتداولة ومعلمة لحد الثابت يُظهران معنوية بمستوى ثقة (95%)، بمعنى آخر تم قبول الفرضية البديلة المتعلقة بوجود واحد على الأقل من معاملات الانحدار معنوي.

3- القدرة التفسيرية للنموذج:

تدل قيمة معامل الارتباط ($r=0.755$) على وجود علاقة ارتباطية قوية جداً بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وتدل قيمة معامل التحديد ($R^2=0.601$) على أن (SI) لها تأثيراً كبيراً جداً على المتغير (MC)، حيث أن (60.1%) من التغيرات التي تحدث في نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية يكون سببها تداول الشهادات والصكوك الحكومية، أما عن النسبة المتبقية ترجع إلى عوامل أخرى منها الخطأ العشوائي.

الختامة:

نتائج البحث:

من خلال هذا البحث يمكن استخلاص النتائج التالية:

- 1- تشير الهندسة المالية الإسلامية إلى مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار الشرع الحنيف، وبذلك فالهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.
- 2- نتج عن الهندسة المالية تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية تقوم في مجملها على عنصر الفائدة والقمار المنافيان لمبادئ الهندسة المالية الإسلامية، التي تقوم منتجاتها على محاكاة منتجات وليدة للبيئة التقليدية التي لا تولد أي قيمة مضافة لها، وهو الأمر الذي يجعل من العمل المالي الإسلامي منزلة العمل المالي التقليدي.
- 3- تتعدد منتجات الهندسة المالية الإسلامية من منتجات تمويلية وأخرى مشتقة ومركبة، إضافة للتصكيك. وتمثل المنتجات التمويلية في التورق البنكي، الاجارة الموصوفة في الذمة وشهادة الايداع القابلة للتداول.
1. أما بالنسبة الى المنتجات المالية المشتقة نجد الخيارات التي بدورها تتوفر على الخيارات في اطار الوعد، الخيارات في اطار خيار شرط والخيارات في اطار بيع العريون. إضافة الى المستقبلات في اطار عقد الاستصناع والعقود الآجلة في اطار البيوع المؤجلة. أما عن المنتجات المركبة تتمثل في بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة، المغارسة المشتركة، المغارسة المقرونة بالبيع والاجارة، صكوك الاجارة الموصوفة في الذمة.
2. أما بالنسبة لأنواع الصكوك حسب قابليتها للتداول نجد صكوك قابلة للتداول وهي صكوك المضاربة، صكوك الاجارة وصكوك المشاركة وصكوك غير قابلة للتداول وهي صكوك الاستصناع، صكوك السلم وصكوك المرابحة.

- 4- يُمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية الآلية التي يتم بواسطتها تجميع المدخرات من أصحاب الفائض عن طريق إقتناء أدوات مالية يُمكن تداولها مُصدرة من أصحاب العجز، وتُعتبر هذه السوق فرصة مهمة لكل مستثمر مسلم، يتمكن من تقليل خسائره ومخاطرة وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعاً ومشروعية.
- 5- لا تختلف مبادئ عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية عن مبادئ تعامل البنوك الإسلامية، وتتمثل هذه المبادئ في مبادئ عقائدية تتعلق بمدى الإلتزام بالشريعة الإسلامية، ومبادئ تنموية تتحقق من خلال تدعيم الوعي الإِدخاري والمشاركة في العملية الإستثمارية، ومبادئ إجتماعية تتحقق من خلال الموازنة بين الربحية الإقتصادية والإجتماعية.
- 6- شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية عدة مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجلة التقدم بالسوق، وتعود فكرة إنشاءه الى سنة 1962 م، إلا أنه تم إجازة القوانين واللوائح المنظمة بعمله سنة 1982 م، أما البداية الفعلية لنشاطه تمت سنة 1994 م، أما بداية التداول الإلكتروني تم في سنة 2012 م.
- 7- استخدام شهادات المشاركة وصكوك الاستثمار الحكومية في السودان محدودة من حيث القيمة والعدد، وبالتالي فإن الاستمرار في استخدامها كأداة لإدارة السياسة النقدية في المستقبل قد تكتنفها بعض المصاعب، لذلك لا بد من تحديث وابتكار منتجات جديدة.
- 8- ما يلاحظ على المنتجات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتمثل في الأسهم والصكوك والشهادات الحكومية فقط، وهذا ما يدل على قلة عدد الأدوات التي تيم التعامل بها في هذا السوق، وانعدام دور القطاع الخاص في اصدار هذا النوع من المنتجات.
- 9- أكدت الدراسة على نتيجة هامة تتمثل في أن لتداول الشهادات والصكوك الحكومية أثر مباشر على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية، ودل على ذلك قيمة معامل التحديد البالغ ($R^2=0.601$)، حيث أن (60.1%) من التغيرات التي تحدث في نشاط سوق الخرطوم كان سببها تداول الصكوك والشهادات الحكومية، أما عن النسبة المتبقية ترجع إلى عوامل أخرى منها الخطأ العشوائي.

التوصيات:

- من خلال النتائج المتوصل إليها نستطيع تقديم التوصيات التي نراها ضرورية لتمكين القائمين على شؤون سوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة عامة وسوق الخرطوم للأوراق المالية بصفة خاصة من الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وتتمثل هذه التوصيات فيما يلي:
- منح الثقة في مخرجات الهندسة المالية الإسلامية وإعطاءها الشرعية والمصادقية، عن طريق توحيد الفتاوى الشرعية وإلزام المؤسسات المالية الإسلامية بها.
 - ضرورة الاستفادة من المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة التي تتمتع بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، لأنها تمثل فرص نمو بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

- تطوير وتحديث الأدوات المالية للمؤسسات المالية الإسلامية خصوصاً صناديق الإستثمار باعتبارها أداة مالية مقبولة شرعاً ووعاء استثماري جديد له تأثير كبير في جذب المدخرات وتوظيف السيولة الفائضة لديها وتقليل المخاطر.
- ضرورة قيام سوق مالية إسلامية في كافة الدول الإسلامية وفي أماكن تواجد الجاليات الإسلامية في البلاد الأخرى.
- نشر الوعي بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، حيث لا يزال الكثير من المسلمين يجهلون الفرق بين القرض في البنك التقليدي والبنك الإسلامي، وتجد البعض لا يفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية، ومن هذا المنطلق يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تأخذ على عاتقها مهمة توعية أفراد المجتمع بأهميتها والتعريف بمنتجاتها مع توضيح الفرق بين منتجاتها ومنتجات غيرها.
- إيجاد المنفذ التطبيقي الفعال لكل منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنتج التورق البنكي ومنتجات عقود الاختيار، إضافة إلى الصكوك القابلة للتداول خاصة صكوك المضاربة والمشاركة التابعة للقطاع الخاص وليس فقط الصكوك الصادرة عن منشآت سيادية كالصكوك والشهادات الحكومية الصادرة في السودان.

الهوامش والمراجع:

- ¹ بن علي بلعزوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية، ملتقى في: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، السودان، 2012، ص 11.
- ² آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة المدينة، الجزائر، 2011، ص 64.
- ³ عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: السعودية، الاقتصاد الإسلامي، ع 3، 2008، ص 11.
- ⁴ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية 1431 هـ - 2010 م، مطبعة الشريعة الإسلامية: البحرين، 2010، ص 287.
- ⁵ نفس المرجع، ص، ص 286، 287.
- ⁶ نفس المرجع، ص 101.
- ⁷ أبي عبد المعز محمد علي فركوس، مختارات من نصوص حديثة في فقه المعاملات المالية، ط2، ج1، الجزائر: دار الموقع للنشر والتوزيع، 2011، ص 247.
- ⁸ نوري عبد الرسول الخاقاني، المصرفية الإسلامية الاسس النظرية واشكالية التطبيق، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع: الأردن، 2011، ص 237.
- ⁹ آمال لعمش، مرجع سابق، ص، ص 101، 102.

¹⁰ سنوساي صالح، واقع استخدام المزيج التسويقي في البنوك الإسلامية وأثرها على ولاء الزبائن -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة المدية، الجزائر، 2015، ص 19.

¹¹ أحمد محمد محمود نصار، ضوابط الإجارة الموصوفة في الذمة وتطبيقاتها في تمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية، ملتقى في: ندوة البركة الثلاثون للاقتصاد الإسلامي، المجلس السنة للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: البحرين، لندوة البركة الثلاثون للاقتصاد الإسلامي 2009، ص 4.

¹² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 288.

¹³ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، اطروحة دكتوراه (غير منشورة)، علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013، ص، ص 9، 10.

¹⁴ مفتاح صالح، سلطان مونية، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة حالة السوق الماليزي"، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية، الجزائر: جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013، ع 3، ص 272.

¹⁵ محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، ط3، القاهرة: إيتراك للنشر والتوزيع، 1999، ص 19.

¹⁶ عبد الكريم زيدان، الوجيز في شرح القواعد الفقهية في الشريعة الإسلامية، ط1، لبنان: مؤسسة الرسالة للنشر والتوزيع، 2001، ص 143.

¹⁷ محمود الأنصاري وآخرون، البنوك الإسلامية، الجزء الثامن، مصر: كتاب الأهرام الإقتصادي، 1988، ص 33.

¹⁸ عصام بوزيد، التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بنك البركة الجزائري، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، علوم التسيير، الجزائر: جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010، ص 26.

¹⁹ ناصر سليمان، عبد الحميد بوشرمة، "متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر"، مجلة الباحث، الجزائر: جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009، ع 7، ص 30.

²⁰ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الحادي والعشرون <على الخط>، السودان، متاح على: <http://www.kse.com.sd>، 2015، ص، ص 15، 16.

* لا تُعد كل من شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول (شامة)، شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) هي الوحيدة التي تم التعامل بها سوق الخرطوم للأوراق المالية، ومن الصكوك التي تم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية وهي: صكوك الاستصناع الحكومية، صكوك إجارة البنك المركزي (شهاب) وشهادات مشاركة البنك المركزي (شمم).

²¹ علام عثمان، سنوساي صالح، دور البنوك الإسلامية في تعبئة المدخرات وفي دعم وتطوير السوق المالي الإسلامي- دراسة التجربة السودانية-، ملتقى في: دور البنوك الإسلامية في تعبئة الادخارات النقدية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على الجزائر، واقع. وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2016/12/01، ص، ص 10-12.