

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم  
التخصص: علوم اقتصادية  
العنوان

متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية  
بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية

من إعداد  
يمينة ختروسي

نوقشت يوم 02/ 07/ 2017 أمام اللجنة المكونة من:

رئيس	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ	بن علي بلعزوز
مقرر	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ	محمد زيدان
ممتحن	جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -	أستاذ	عبد الله بن منصور
ممتحن	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ محاضر قسم أ	بومدين نورين
ممتحن	جامعة محمد بن أحمد المدعو الرائد سي موسى - جامعة وهران 2 -	أستاذ محاضر قسم أ	بوحفص حاكمي
ممتحن	جامعة محمد بن أحمد المدعو الرائد سي موسى - جامعة وهران 2 -	أستاذ محاضر قسم أ	ميلود مهدي

السنة الجامعية: 2016/2017

## كلمة شكر

الحمد لله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، الحمد لله حمدا كثيرا كما ينبغي لجلاله وعظيم سلطانه.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والثناء إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور زيدان محمد على كل ما قدمه لي لإتمام هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر المسبق لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول المشاركة في إثراء هذا العمل.

الإهداء:

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى نور عيني ابنتي الغالية **إبتهاال**

# فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

كلمة شكر

الإهداء

II.....	فهرس المحتويات
X.....	فهرس الجداول والأشكال
أ-خ.....	مقدمة
2.....	الفصل الأول: البورصات والأسواق المالية الدولية
3.....	المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية
3.....	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3.....	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق
9.....	ثانياً: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها
11.....	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية وكيفية عملها
11.....	أولاً: تنظيم سوق الأوراق المالية
16.....	ثانياً: إدارة عمليات سوق الأوراق المالية
22.....	المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية
22.....	أولاً: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي
24.....	ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي
25.....	المطلب الرابع: إقامة سوق أوراق مالية فعالة وسبل تطويرها
25.....	أولاً: مفهوم فاعلية سوق الأوراق المالية
26.....	ثانياً: شروط إقامة سوق أوراق مالية فعالة
29.....	ثالثاً: سبل تطوير سوق الأوراق المالية
32.....	المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة
32.....	المطلب الأول: ماهية السوق المالية الناشئة
32.....	أولاً: مفهوم الأسواق المالية الناشئة
33.....	ثانياً: تصنيفات الأسواق المالية الناشئة

34	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة.....
34	أولاً: سيولة السوق المالية الناشئة ودرجة تركزها.....
37	ثانياً: الخطر والمردودية.....
40	ثالثاً: تنظيم السوق المالية الناشئة.....
41	المطلب الثالث: عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة.....
41	أولاً: العوامل الداخلية.....
42	ثانياً: العوامل الخارجية.....
44	المبحث الثالث: السوق المالية الدولية.....
44	المطلب الأول: التكامل والاندماج بين الأسواق المالية.....
44	أولاً: أسباب ومتطلبات التكامل والاندماج بين الأسواق المالية.....
46	ثانياً: النتائج المترتبة على تحقيق التكامل والاندماج بين الأسواق المالية.....
47	ثالثاً: معوقات التكامل والاندماج بين الأسواق المالية.....
48	المطلب الثاني: الأسواق الفرعية للسوق المالية الدولية.....
48	أولاً: سوق الإصدارات الدولية للسندات.....
50	ثانياً: سوق الإصدارات الدولية للأسهم.....
52	ثالثاً: آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية.....
54	المبحث الرابع: ملامح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2007.....
54	المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية.....
54	أولاً: طبيعة الأزمة المالية وأنواعها.....
56	ثانياً: مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007.....
59	المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2007.....
59	أولاً: تأثير الأزمة المالية العالمية لعام 2007 على الاقتصاد العالمي.....
60	ثانياً: الاقتصاد الماليزي والبحريني في ظل الأزمة المالية العالمية لعام 2007.....
64	المطلب الثالث: خطط الإنقاذ وإصلاح النظام المالي العالمي.....
64	أولاً: خطة الإنقاذ المالي الأمريكية.....
66	ثانياً: فعاليات قمة العشرين.....

70.....	الفصل الثاني: أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية التقليدية
71.....	المبحث الأول: الحكم الشرعي لعمليات سوق الأوراق المالية
71.....	المطلب الأول: العمليات العاجلة
71.....	أولاً: الشراء بالهامش
73.....	ثانياً: البيع على المكشوف
76.....	المطلب الثاني: العمليات الآجلة
76.....	أولاً: ماهية العمليات الآجلة
77.....	ثانياً: أنواع العمليات الآجلة
78.....	المطلب الثالث: التلاعب في سوق الأوراق المالية والتعامل بالمؤشر
78.....	أولاً: الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية
79.....	ثانياً: التعامل بالمؤشر
82.....	المبحث الثاني: الأحكام الشرعية للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
82.....	المطلب الأول: الحكم الشرعي لإصدار وتداول الأسهم
82.....	أولاً: ماهية الأسهم
84.....	ثانياً: الحكم الشرعي لإصدار الأسهم
89.....	ثالثاً: الحكم الشرعي لتداول مختلف أنواع الأسهم
92.....	المطلب الثاني: حصص التأسيس
92.....	أولاً- ماهية حصص التأسيس
93.....	ثانياً: الحكم الشرعي للتعامل بحصص التأسيس
94.....	المطلب الثالث: الحكم الشرعي لإصدار وتداول السندات
94.....	أولاً: ماهية السندات
96.....	ثانياً: الحكم الشرعي لعناصر السند
97.....	ثالثاً: آراء العلماء المعاصرون في التعامل بالسندات
100.....	المطلب الرابع: الحكم الشرعي للأدوات المالية المستحدثة
100.....	أولاً: عقود الخيارات
111.....	ثانياً: العقود المستقبلية

122.....	ثالثا: عقود المبادلات ( المقايضات )
127.....	المبحث الثالث: الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية
127.....	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية
127.....	أولا: مدخل إلى الهندسة المالية
130.....	ثانيا: مبادئ الهندسة المالية
132.....	المطلب الثاني: التصكيك كأسلوب لتوفير المنتجات المالية الإسلامية
133.....	أولا: النموذج الإسلامي للتصكيك
134.....	ثانيا: الخطوات العملية للتصكيك
136.....	ثالثا: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية
140.....	الفصل الثالث: واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية
	المبحث الأول: متطلبات وإجراءات تحويل سوق الأوراق المالية التقليدية إلى سوق أوراق مالية إسلامية
141.....	المطلب الأول: ماهية تحول سوق الأوراق المالية التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية
141.....	أولا: مفهوم التحول ودوافعه
143.....	ثانيا: أساليب التحول
146.....	المطلب الثاني: مصادر وأشكال التحول
146.....	أولا: مصادر التحول
147.....	ثانيا: أشكال التحول
149.....	المطلب الثالث: المتطلبات القانونية والشرعية للتحول
149.....	أولا: المتطلبات القانونية للتحول
150.....	ثانيا: المتطلبات الشرعية للتحول
152.....	المبحث الثاني: نحو سوق مالية إسلامية
152.....	المطلب الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية
152.....	أولا: مفهوم ونشأة السوق المالية الإسلامية
153.....	ثانيا: دواعي إنشاء السوق المالية الإسلامية المحلية والدولية
154.....	ثالثا: مبادئ السوق المالية الإسلامية

المطلب الثاني: أهمية وأهداف السوق المالية الإسلامية.....	156
أولاً: أهمية السوق المالية الإسلامية في تفعيل الاستثمار الإسلامي.....	156
ثانياً: أهداف السوق المالية الإسلامية.....	158
المطلب الثالث: شروط ومحفزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلامية.....	159
أولاً: الهيكل الأساسي لشروط إقامة سوق مالية إسلامية.....	159
ثانياً: محفزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلامية.....	184
ثالثاً: مؤشرات قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية.....	185
المبحث الثالث: السوق الإسلامية للإصدار والتداول.....	188
المطلب الأول: مصدر الأوراق المالية الإسلامية والمتعاملون بها.....	188
أولاً: البنوك الإسلامية.....	188
ثانياً: صناديق الاستثمار الإسلامية.....	199
ثالثاً: هيئات أخرى.....	202
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....	203
أولاً: الأسهم وفق الشروط المشروعة.....	204
ثانياً: الصكوك الإسلامية البديلة للسندات.....	206
الفصل الرابع: التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق مالية إسلامية دولية.....	220
المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية.....	220
المطلب الأول: مقومات الاقتصاد الماليزي.....	220
أولاً: التعريف بدولة ماليزيا.....	221
ثانياً: مؤشرات التنمية في ماليزيا.....	222
ثالثاً: النظام المالي الماليزي.....	227
المطلب الثاني: ماهية سوق رأس المال الإسلامية الماليزية.....	231
أولاً: نشأة سوق رأس المال الإسلامية الماليزية.....	231
ثانياً: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....	234

- 237.....المبحث الثاني: التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 238.....المطلب الأول: الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 239.....أولا: الأسهم العادية.....
- 243.....ثانيا: الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة.....
- 249.....ثالثا: الأوراق المالية القائمة على عقود البيع.....
- 256.....رابعا: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة.....
- 259.....خامسا: صكوك إسلامية لإدارة السيولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
- 260.....المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 260.....أولا: البنك المركزي الماليزي.....
- 262.....ثانيا: متعاملون آخرون.....
- 265.....ثالثا: الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
- 267.....المبحث الثالث: تنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 267.....المطلب الأول: المؤشرات الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 267.....أولا: ماهية المؤشرات الشرعية.....
- 270.....ثانيا: مؤشر كوالالمبور للشريعة.....
- 271.....ثالثا: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
- 277.....المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.
- 277.....أولا: ماهية الرقابة الشرعية.....
- 279.....ثانيا: الهيئات المكلفة بالرقابة الشرعية ودورها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
- المبحث الرابع: السوق المالية الإسلامية الدولية كنواة لمؤسسات البنية التحتية للمعاملات المصرفية الإسلامية والصناعة المالية.....
- 284.....المطلب الأول: البحرين كمركز مالي إسلامي دولي.....
- 285.....أولا: التعريف بمملكة البحرين.....
- 285.....ثانيا: متغيرات الاقتصاد الكلي في البحرين.....

---

المطلب الثاني: ظروف نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية.....	286
أولاً: البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية الدولية.....	286
ثانياً: تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية.....	295
ثالثاً: أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية.....	295
رابعاً: خدمات ومبادرات السوق المالية الإسلامية الدولية.....	298
خامساً: أدلة نجاح السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين.....	299
خاتمة.....	303
قائمة المصادر والمراجع.....	310

فهرس الجداول

والأشكال

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(01-01)	مزايا وعيوب أمر السوق	18
(02-01)	مزايا وعيوب الأمر المحدد	18
(03-01)	رسملة وتركز الأسواق المالية الناشئة في نهاية ديسمبر 1994	36
(04-01)	مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية المتقدمة	38
(05-01)	عائد وخطر الأسواق المالية الناشئة في الفترة الممتدة من 1986 إلى 1996	39
(06-01)	مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007	56
(07-01)	صادرات وواردات ماليزيا لعام 2007	61
(08-01)	التغيرات في أسعار الأسهم خلال الفترة 2007/01/02 - 2008/12/31	63
(09-01)	معاملات الارتباط والانحراف المعياري	63
(01-02)	الحكم الشرعي لإصدار أسهم الامتياز	85
(02-02)	الحكم الشرعي لمختلف أنواع عقود المبادلات	124
(01-03)	تقييم أسلوب التحويل الجزئي	144
(02-03)	تقييم أسلوب التحويل الفوري	145
(03-03)	الفرق بين أسلوب التحويل الجزئي وأسلوب التحويل المرحلي	146
(04-03)	تقييم التحويل الكلي	148
(05-03)	تقييم التحويل الجزئي	149
(06-03)	مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية	187
(07-03)	شروط صيغة المضاربة	192
(08-03)	شروط صيغة المشاركة	193
(09-03)	أركان وشروط صيغة الإجارة	195
(10-03)	شروط صحة عقد الاستصناع	196
(11-03)	شروط بيع السلم	198
(12-03)	الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم	206
(13-03)	التمويل بسندات ذات فوائد ثابتة وسندات مضاربة شرعية	211
(14-03)	قابلية تداول الصكوك في السوق الثانوية	216

217	إصدارات الصكوك في العالم	(15-03)
228	البنوك الإسلامية في ماليزيا	(01-04)
230	شركات التأمين التكافلي في ماليزيا	(02-04)
240	تطور حجم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة (1997-2015)	(03-04)
246	تطور حجم صكوك المشاركة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)	(04-04)
249	تطور حجم صكوك المضاربة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)	(05-04)
253	تطور حجم صكوك البيع بثمن آجل/المراجحة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(06-04)
257	تطور حجم صكوك الاستصناع المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2003-2015)	(07-04)
260	تطور حجم صكوك الإجارة المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2004-2015)	(08-04)
270	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2001-2015)	(09-04)
276	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(10-04)
278	تطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(11-04)
280	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(12-04)
302	أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية	(13-04)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
04	مكونات السوق المالية	(01-01)
15	الميكمل التنظيمي لبورصة الأوراق المالية	(02-01)
21	مراحل الاستثمار في سوق الأوراق المالية	(03-01)
133	النموذج الإسلامي للتصكيك	(01-02)
227	مكونات النظام المالي الإسلامي الماليزي	(01-04)
233	الخطة الاستراتيجية لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية	(02-04)
238	الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	(03-04)
240	التمثيل البياني لتطور حجم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة (1997-2015)	(04-04)
245	التمثيل البياني لتطور حجم صكوك المشاركة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)	(05-04)
248	التمثيل البياني لتطور حجم صكوك المضاربة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)	(06-04)
252	التمثيل البياني لتطور حجم صكوك البيع بثمن آجر/المرابحة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(07-04)
255	التمثيل البياني لتطور حجم صكوك الاستصناع المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2003-2015)	(08-04)
258	التمثيل البياني لتطور حجم صكوك الإجارة المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2004-2015)	(09-04)
272	التمثيل البياني لتطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(10-04)
274	التمثيل البياني لتطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(11-04)

276	التمثيل البياني لتطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)	(12-04)
291	المساهمون في الوكالة الإسلامية الدولية لتصنيف (IIRA)	(13-04)

# مقدمة

## مدخل:

تعتبر السوق المالية الإسلامية عامة وسوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة لكل مستثمر، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، وتمثل هذه السوق حقيقة واقعة يتزايد حجمها يوماً بعد يوم وتتعدد فيها الصكوك الإسلامية، وتمتد جغرافياً في جميع أنحاء العالم حيث يتم في هذه الصكوك إصدار في العديد من الدول، ويتم تداولها في العديد من البورصات العالمية، ويتمثل الوجه الإسلامي لهذه السوق والذي يميزها عن السوق التقليدية في التزام كل عناصرها بالأحكام الشرعية من حيث الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، من حيث المتعاملين، ومن حيث أساليب وصور التعامل.

من أجل ضبط التعامل في الأسواق المالية وتنظيمها، تنشئ جميع الدول ما يسمى بالجهات الإشرافية وأحياناً يطلق على هذه الجهات السوق المالية، وهذا ما حدث في ماليزيا التي أنشئت السوق المالية الإسلامية لديها في صورة جهة إشرافية لمراقبة وتنظيم التعامل في الصكوك الإسلامية التي كان للماليزيا فضل سبق بإصدارها بشكل كبير، وتؤدي هذه السوق دوراً هاماً شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذه السوق ظل مرهوناً بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هي إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، ونظراً لانفتاح الأسواق بمعنى أنه يمكن قيد وتداول أوراق مالية صادرة في أي بلد بالسوق المالية في البلاد الأخرى بشرط أن تتوفر فيها شروط القيد المحددة في الدولة المضيفة، لذلك اتفقت المؤسسات الإشرافية في عدد من الدول الإسلامية التي حققت تقدماً في الإصدارات الإسلامية على إنشاء سوق مالية إسلامية دولية اتخذت من البحرين مقراً لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية، وإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية هذه إنما هو لضبط العمل في هذه السوق، ولقد ساهم في تأسيس هذه السوق كل من: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك أندونيسيا، بنك السودان، ممثل البنك المركزي الماليزي، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية مثل بنك أبو ظبي الإسلامي، بيت التمويل الكويتي، البنك الإسلامي الأردني، وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، الخ.

نفذت مؤخراً بورصة ماليزيا وسوق البحرين مذكرة تفاهم لوضع اتفاقية للتداول التجاري بالمنتجات المالية الإسلامية وتوفيرها للمشاركين في الأسواق المالية الإسلامية، إضافة إلى تعزيز وترسيخ العلاقات الإستراتيجية

مع السوقين، حيث تنطوي المذكرة على دراسة وتقييم احتياجات السوق وذلك لتحديد منتجاتها وقنواتها، وتجدر الإشارة إلى أن مذكرة التفاهم ستضع حجر الأساس لكلا السوقين من أجل العمل المشترك في زيادة الفرص الاستثمارية في الأسواق الإسلامية المعنية، وكذلك مساعدة بعضها البعض في إطار مواصلة تطوير الاستثمار الإسلامي في مناطق جغرافية متعددة، ويهدف إلى تسهيل تنمية الأسواق المالية الإسلامية واتساع نطاق السوق وتبادل الخبرات، وبناء نموذج الأعمال التجارية المستدامة لكلا السوقين، ولكن بالرغم من هذه الإنجازات ومحاولات التطوير في مجال التعامل المالي وفق مبادئ الشريعة الإسلامية إلا أن عملية إنشاء أسواق مالية إسلامية لازالت تواجه صعوبات تتعلق بالأدوات المتداولة فيها، وإمكانية تطويرها إلى مستوى كفاءة وأداء الأدوات التقليدية.

### أولاً- أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال النقاط الآتية:

- التعامل بالأدوات المالية التقليدية، وما له من تأثير على النظام المالي خاصة بعد ظهور الأدوات المالية المشتقة.

- تصاعد الأصوات المنادية بإصلاح النظام المالي الدولي والتوجه إلى الاقتصاد الإسلامي من خلال إنشاء أسواق مالية إسلامية خاصة بعد حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007، وهذا قياساً على ما أثبتته الأزمة المالية لعام 1997 من نجاعة النظام المالي الإسلامي في مواجهة الأزمات من خلال تزايد عدد البنوك الإسلامية، وزيادة التوجه نحو الصيرفة الإسلامية حتى بالمؤسسات المالية التقليدية، مما يبرز أهميته في تنظيم المعاملات المالية الدولية للحد من الأزمات المالية.

- الدور الذي تحتله السوق المالية الإسلامية، وما يمكن أن تحققه من أهداف كأسواق دولية، وعلى مستوى كل دولة على حدة، وكون أن السوق المالية الإسلامية الماليزية والسوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين تعتبر تجارب رائدة في هذا الميدان، وما يمكن أن تستفيد منه الدول العربية والإسلامية في إقامة أسواق مالية إسلامية.

### ثانياً- أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- إظهار آثار التعامل في الأسواق المالية على توازن واستقرار النظام المالي الدولي.
- تسليط الضوء على أهمية ربط الأسواق المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية لاستنباط سوق مالية إسلامية.

- محاولة اقتراح بعض الأدوات المالية الإسلامية التي تؤدي نفس الدور الذي تؤديه الأدوات المالية التقليدية في الأسواق المالية التقليدية، ولا تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية والتي من شأنها الحد من الأزمات التي تعصف بالنظام المالي الدولي، خاصة في ظل ظهور الأزمة المالية العالمية لعام 2007.
- تقييم التجربة الماليزية والبحرينية، ومحاولة الدول العربية الاستفادة منها لإنشاء سوق مالية إسلامية تكون في مستوى كفاءة وأهمية النظام المالي.

### ثالثاً- إشكالية الدراسة:

- مما سبق ذكره يمكن طرح السؤال الرئيسي الآتي:
- ما هي متطلبات إقامة سوق أوراق مالية إسلامية؟
- إن الإجابة عن السؤال الرئيسي تمر عبر الإجابة عن جملة الأسئلة الفرعية الآتية:
- هل يمكن اعتبار حكم التعامل في الأسواق المالية دافعا للتفكير في إنشاء سوق إسلامية، أم هناك أسباب أخرى لذلك؟
- هل يمكن إيجاد أدوات مالية تحترم مبادئ الشريعة الإسلامية وتؤدي نفس الدور الذي تؤديه الأدوات المالية التقليدية والمشتقة؟
- هل يمكن ربط الأسواق المالية التقليدية بمبادئ الشريعة الإسلامية للخروج بسوق مالية إسلامية؟
- ما مدى نجاح التجربة الماليزية والبحرينية فيما يخص إنشاء سوق مالية إسلامية؟

### رابعاً- فرضيات الدراسة:

- تتطلب عملية البحث عن إجابات للأسئلة المطروحة سابقا اقتراح الفرضيات الآتية:
- في البداية كان الدافع لإنشاء سوق مالية إسلامية هو خلق معاملات مالية لا تخالف الشريعة الإسلامية، ولكن مع مرور الزمن توسع الدافع ليشمل تفادي الأزمات المالية.
- الأدوات المالية الإسلامية رغم توسع إصدارها إلا أنها لم تصل إلى مستوى كفاءة الأدوات المالية التقليدية في تعبئة الإدخارات.
- ينتج عن ربط أساليب التعامل في الأسواق المالية، والأدوات المالية المتداولة فيها بأحكام الشريعة الإسلامية سوق مالية إسلامية بنفس الصورة التي يتم بها استنباط أدوات مالية إسلامية من خلال تكييف الأدوات المالية التقليدية فقهيًا.
- توسعت الإصدارات الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية والبحرينية مع مرور الوقت، بالإضافة إلى إنشاء سوق المشتقات الذي فرضته ضرورة وجود آلية لتغطية المخاطر لتشجيع الاستثمار الأجنبي،

وبالتالي هذا دليل على نجاح كلا التجريبتين، ولكن تبقى هذه الأسواق بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها.

#### خامسا- حدود الدراسة:

نظرا لاتساع نطاق البحث سنحاول التركيز على تجربة ماليزيا في إنشاء سوق مالية إسلامية باعتبارها من أوائل وأكبر الدول التي تنشط فيها هذه السوق، وتجربة البحرين باعتبارها موقع للسوق المالية الإسلامية الدولية، وسبب اختيارنا ماليزيا والبحرين، لا لأنه النموذج الوحيد، ولكن للاستناد عليه من عدة جوانب وخاصة من حيث التطور في مجال إيجاد تقنيات للإدارة والاستثمار في السوق المالية الإسلامية، وكنموذج للإطار الشرعي الذي يمكن أن تستند عليه السوق المالية الإسلامية، أو هيئات الرقابة الشرعية.

#### سادسا- منهج الدراسة:

محاولة منا للإجابة على الأسئلة التي قمنا بطرحها، وبغية اختبار صحة الفرضيات التي صغناها، فإننا سنعتمد في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي الذي يساعدنا على ربط الأسواق المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية، ويسمح لنا أيضا بدراسة مدى نجاح التجربة الماليزية والبحرينية في هذا المجال.

#### سابعا- الدراسات السابقة:

نظرا لأهمية الموضوع، فقد اهتم به عدد من الباحثين نذكر منهم:

1- دراسة مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، عام 2004، بعنوان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه في الشريعة بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، السعودية، جاءت الدراسة ضمن ثلاثة أبواب، بالإضافة إلى باب تمهيدي خصص للتعرف على حقيقة الأسواق المالية، أما الباب الأول فقد أبرز الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المعاصرة، والباب الثاني أظهر إجراءات التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، في حين أن الباب الثالث والأخير فقد خصص لعقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة، وخلص الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن المعاملات الآجلة التي يتأجل فيها تسليم الثمن والمثمن محرمة لأن ذلك يدخل في بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه فضلا عما في تلك المعاملات من المخالفات مثل بيع الإنسان ما لا يملك في حالة البيع على المكشوف ومثل المقامرة في الحالة التي تنتهي المعاملة بالمحاسبة على فروق الأسعار كما هو الغالب في هذا النوع من المعاملات، وعلى هذا الأساس تحرم جميع أنواع المعاملات الآجلة.

2- دراسة محمد وجيه حنيني، عام 2009، بعنوان: تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية-، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، قدمت

بكلية العلوم المالية والمصرفية الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية في عمان، الأردن، جاءت الدراسة ضمن ستة فصول، تناول الجزء النظري منها المتطلبات والمعوقات، والمتغيرات اللازمة والمؤثرة في إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، أما الجانب التطبيقي فأنحصر في العوامل والمتغيرات التي تؤثر في إمكانية تحويل بورصة عمان. وقد توصلت الدراسة إلى تكوين رؤية شاملة ومتكاملة حول إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في إطارها النظري، وتم تصميم أدوات إسلامية خاصة تفي بأغراض المستثمرين والمتحويين لإدارة السيولة وتخفيض تكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر دون مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على الكفاءة الاقتصادية. أما نتائج التحليل الإحصائي لمجتمع الدراسة في إطارها التطبيقي تم التأكد من إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بنتيجة مفادها تأثير كافة العوامل والمتغيرات المقترحة من قبل الباحث إيجاباً على إمكانية التحويل، مع وجود الرغبة في ذلك، وتوقع تحقيق المزيد من الأرباح من قبل عملاء الاستثمار وشركات الوساطة المالية العاملة في الأردن، والتي تشكل الهيئة العامة لبورصة عمان ومجلس إدارتها. وأوصى الباحث بضرورة قيام صناع القرار والمتطلعين إلى وجود سوق مالية إسلامية بالاهتمام بالعوامل والمتغيرات التي تؤثر إيجاباً في إمكانية التحويل، ومحاولة إيجاد قنوات إدخارية غير تقليدية من شأنها أن تنعكس إيجاباً على الكفاءة الاقتصادية.

3- دراسة محمد الأمين الرعالي، عام 2010، بعنوان: التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه في الدراسات الإسلامية بكلية الشريعة بجامعة بيروت الإسلامية، جاءت الدراسة ضمن ثلاثة أبواب، تضمن الباب الأول فصلين، حاول الباحث من خلالهما أن يوضح مقاصد الشريعة الإسلامية وعلاقتها بالجانب المالي، والباب الثاني تضمن ثلاثة فصول، تطرق من خلالهما إلى التنظير الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية. أما الباب الثالث، فقد احتوى على ثلاثة فصول، تناولت التنظيم القانوني لإقامة السوق المالية الإسلامية. وقد أثبت الباحث من خلال دراسته أنه لا مجال للشك أن السوق المالية الإسلامية حقيقة، وليست أمنية غير قابلة للتطبيق، كما أثبت أن التجارب أكدت على صلاحية قيام هذا النوع من الأسواق المالية الإسلامية المتطورة رغم كل التحديات المالية والسياسية والتنظيمية والقانونية والشرعية.

4- دراسة مسعودة نصبه، عام 2013، بعنوان: نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال (تجربة ماليزيا نموذجاً)، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، قدمت بجامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، جاءت الدراسة ضمن ستة فصول، تناول الفصل الأول الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي، والفصل الثاني تضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي، أما

الفصل الثالث فقد احتوى عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي، وخصص الفصل الرابع لإجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي، أما بالنسبة للفصل الخامس والسادس فقد تضمننا واقع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه. وخلصت الباحثة إلى أن: التشريع الإسلامي لم ينزل يوما عن الحياة رغم كل مظاهر التجديد والتحديث، وظل قادرا على مواجهة تحديات العصر وتفجير الكثير من الطاقات المؤثرة في الحياة، وظل الإسلام دوما وأبدا وسيظل دستورا للحياة ولن يكون حبيسا في الزوايا أو يبقى مجرد نصوص، بل يجب أن يكون واقعا عمليا، الذي لا يضيق بالجديد في الأدوات أو العقود أو المعاملات، ومن هذا المنطلق فإن إقامة سوق رأس مال تتماشى مع روح العصر ولا تتعارض مع المبادئ الأساسية للشريعة الإسلامية، أصبح ضرورة إنسانية لتحقيق المصالح الاقتصادية، واستنتجت الباحثة أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي تلعب دورا رائدا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وعمل الدراسات المعمقة في القضايا المعاصرة المرتبطة بأنشطة السوق، والتعاون بينهما يؤدي بهذه السوق إلى تحقيق النجاح الأفضل حتى تتمكن من المنافسة على المستوى العالمي وتعزيز ثقة المتعاملين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق.

5- دراسة شافية كثاف، عام 2013، بعنوان: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة سطيف (الجزائر)، جاءت الدراسة ضمن ستة فصول، خصص الفصل الأول لدراسة المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والفصل الثاني تناول تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، أما الفصل الثالث فقد احتوى دراسة وتحليل دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، وخصص الفصل الرابع لتوضيح دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية العربية، والفصل الخامس تطرق لدور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مع دراسة حالة السوق المالية السعودية، أما الفصل السادس فقد تضمن دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية، واستنتجت الباحثة أن الصكوك الإسلامية تؤدي دور مهم وكبير في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية من خلال توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية الإسلامية، وتوسيع قاعدة

المؤسسات المشتركة في السوق المالية الإسلامية التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً، بالإضافة إلى زيادة كفاءة السوق المالية الإسلامية بزيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية، نظراً لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعها.

### ثامناً - أقسام الدراسة:

قصد الامام بجميع جوانب الموضوع قمنا بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول كالآتي:  
خصص الفصل الأول للتعرف على مختلف أنواع أسواق الأوراق المالية، وعلى السوق المالية الدولية، أما الفصل الثاني فقد تضمن أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية التقليدية، في حين أبرز الفصل الثالث واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية، أما الفصل الرابع فقد سلط الضوء على التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق مالية إسلامية دولية.

# الفصل الأول

## الفصل الأول: البورصات والأسواق المالية الدولية

تعتبر السوق المالية خطوة لتطوير الجهاز المالي في الدولة لأنها تساهم في الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة من خلال تجميع المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر إنتاجية، فهي تمثل حلقة الاتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية، وتمهد الطريق أمام السلطات عند اتخاذ القرار بمراجعة المزج بين السلطة النقدية والمالية، ونظرا للأهمية البالغة للسوق المالية في الاقتصاد لم يقتصر وجودها على الدول المتقدمة، بل امتدت حتى الدول النامية وعرفت بالأسواق الناشئة التي لا يزال حجمها ضئيلا رغم اندماجها مع الأسواق المالية الإقليمية والدولية، إضافة إلى محدودية آلية عملها وأدواتها.

تتضمن السوق المالية سوقين: أولاهما تتاجر برؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي بدورها تتضمن سوق للنقد الأجنبي، السوق النقدية ما بين البنوك، وثانيهما سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تتعامل بالأوراق المالية وتسمى سوق الأوراق المالية، والتي تتكون من سوق أولية وسوق ثانوية يطلق عليها اصطلاح البورصة التي يعتبرها أغلب الاقتصاديين الوجه الثاني للعملة التي وجهها الأول سوق الأوراق المالية، إلا أن هذه الأخيرة تختلف عن سابقتها في ثلاثة أمور: الأول يتمثل في أن الصفقات التي تتم في الأسواق تعقد على أشياء موجودة بالفعل، أما في البورصة فيتم التعامل فيها بالنموذج أو العينة، والثاني يتمثل في أن التعامل في السوق يتم في جميع السلع، أما في البورصة فلا بد من أن تتوفر في السلعة القابلية للادخار، وأن تكون أثمانها عرضة للتغيير في فترة زمنية معينة بسبب ظروف العرض والطلب، أما الثالث فيتمثل في أن الأسواق تتميز بثبات الأسعار فيها، إذ الأسواق لا تؤثر فيها بخلاف البورصات فإنها تؤثر في الأسعار لكثرة ما يعقد فيها من صفقات.

## المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية

تُمثل سوق الأوراق المالية أهم دعائم اقتصاد السوق، نظرا للدور الفعال الذي تلعبه والمتمثل في تمويل الاقتصاد، حيث تعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنها تعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسات الاقتصادية وتسعيها، وتقييم أوراقها المالية المتداولة، وبالتالي تقييم أدائها الاقتصادي.

## المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

نشأت الحاجة إلى سوق أوراق مالية نتيجة عدم التوازن بين المدخرات والاستثمارات على مستوى القطاعات النوعية للاقتصاد، سواء على مستوى القطاع الحكومي أو قطاع الأعمال أو القطاع العائلي، حيث يتطلب ذلك تحويل الأموال الفائضة من بعض القطاعات إلى القطاعات التي تواجه عجز في الأموال اللازمة لتمويل الإنفاق الاستثماري.

## أولاً- مفهوم سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق:

## 1- مفهوم السوق:

تعرف السوق لغويا بأنها موضع البياعات، قيل هي التي يتعامل فيها، وسميت السوق بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق المبيعات نحوها.

أما اصطلاحا فتعرف بأنها اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع. وعند الاقتصاديين فتعرف بأنها المكان الذي تتجه إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها أو استهلاكها، وهي المكان الذي يتم فيه نقل ملكية السلع.

## 2- مفهوم المال:

يطلق المال لغتا على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان.

أما اصطلاحا فهو ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة.

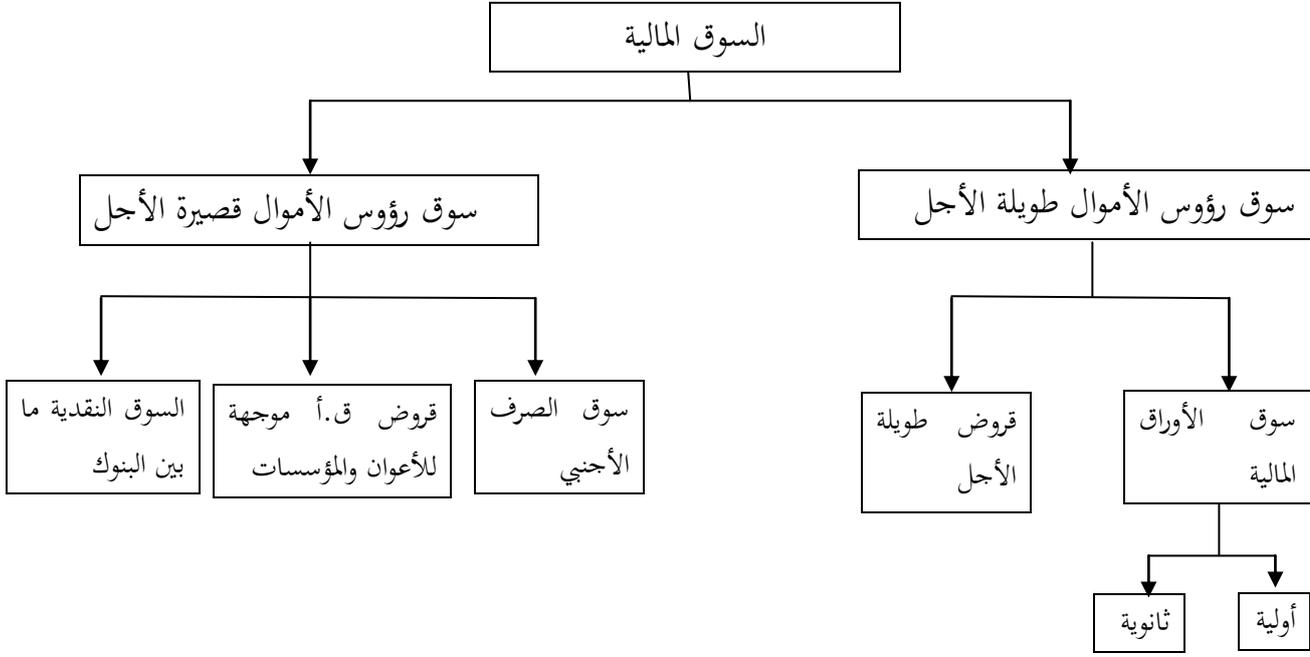
## 3- مفهوم السوق المالية:

تعرف السوق المالية بأنها المكان الذي يخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف والنقد والأوراق المالية والأوراق التجارية، وشهادات الودائع، وغيرها. بالإضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار.

وتعرف أيضا بأنها مجموع العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الأفراد لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضرا أو غائبا عن مكان العقد أو لا وجود له أثناء التعاقد، لكن يمكن أن يوجد. فهي المكان الذي يتم فيه تقويم أسعار الأوراق المالية وقياس عوائدها.

ويمكن توضيح عناصر السوق المالية في الشكل الآتي:

الشكل رقم (01-01): مكونات السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة.

#### 4- مفهوم سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأوراق المالية داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، فهي بذلك المكان الذي يتم فيه تقويم أسعار الأوراق المالية وقياس عوائدها<sup>(1)</sup>.

وهناك من عرف سوق الأوراق المالية بأنها: "سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة"<sup>(2)</sup>.

(1) - Memenamin.j, **Financial Management**, London, 1999, p72.

(2) - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998،

وتضم سوق الأوراق المالية الأسواق الآتية:

**4-1- سوق أولية:** وفيها تصدر الأوراق المالية لأول مرة وتعمل فيها مؤسسات مالية تسمى مصرفي الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها وأنسب توقيت للإصدار وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة، وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف مصرفي الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسة الأوراق المالية.

وهناك نوعين من الاكتتاب:

**أ/ اكتتاب عام:** يتم فيه طرح الأوراق المالية في السوق بشرط دعوة أشخاص غير محددین سلفاً إلى الاكتتاب في تلك الأوراق المالية ولا يشترط حد أدنى بعدد أو قيمة الأسهم التي يتم طرحها في اكتتاب عام، وهناك حالتين:

**أ<sub>1</sub> / في حالة التأسيس:** يجب إخطار السوق، ويرفق بالإخطار على الأخص البيانات والمستندات الآتية<sup>(1)</sup>:

- نوع الأوراق المالية المزمع إصدارها وشروط طرحها.
- إجمالي عدد الأوراق المالية وبيان ما يطرح منها للاكتتاب العام.
- مصاريف الإصدار في حالة تقريرها وكيفية حسابها.
- الإيصال الدال على سداد الرسوم المقررة للسوق.
- التوكيلات لمقدم الطلب من مؤسسي الشركة وصورة من تحقيق الشخصية لمقدم الطلب.
- صورة من العقد الابتدائي، عقد التأسيس، والإدراج في السجل التجاري.

**أ<sub>2</sub> / في حالة إصدار الأوراق المالية لزيادة رأس المال :** في هذه الحالة يرفق بإخطار السوق على الأخص البيانات والمستندات الآتية :

- تحديد قيمة أوراق الزيادة وتقرير مراجع الحسابات عنها.
- نوع الأوراق المالية المزمع إصدارها وشروط طرحها.
- بيان المساهمات في رأس المال وتوزيعاته.
- المصاريف في حالة تقريرها وكيفية حسابها.
- شهادة من الجهة الإدارية المختصة تفيد الإيفاء بالقدر المطلوب سداًه قانوناً من رأس المال.
- الإيصال الدال على سداد الرسوم المقررة للسوق.

<sup>(1)</sup> - دليل الاكتتاب العام والطرح الخاص بسوق الأوراق المالية:

- النظام الأساسي وعقد التأسيس ورخصة المزاولة والإدراج في السجل التجاري.
- ترفق المعلومات والمستندات السابقة مع نموذج إخطار السوق بإصدار أوراق مالية.
- ب/ **الطرح الخاص:** يقصد بعمليات الطرح الخاص تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية ( البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات إدارة المحافظ المالية) والمستثمرين الأفراد ذوي الخبرة أو الملاءة المالية العالية.
- وتطلب إدارة السوق الأولية مجموعة من الشروط للموافقة على الطرح الخاص :
- 1- أن تقدم الشركة للسوق دراسة بالقيمة العادلة للأوراق المالية لزيادة رأس المال حسبما تحددها الشركة وتحت مسؤوليتها على أن توضح الأسلوب المتبع في حساب نطاق القيمة العادلة ( الحد الأقصى والحد الأدنى للسعر)، والأسس المستخدمة في إعداد التقديرات والفروض التي بنيت عليها هذه التقديرات، ودرجة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة ومدى حساسية هذه التقديرات لهذه المخاطر، وتأثير عدم تحقق الافتراضات على نتائج الدراسة، وتقدم الشركة مع هذه الدراسة تقريراً من مراجع الحسابات يقر فيه بصحة هذه القيمة.
- 2- أن يقر بصحة هذه القيمة العادلة مراجع الحسابات، ويتحدد دور مراجع الحسابات في هذا الخصوص في ما يلي:
- أن يكون تقرير مراجع الحسابات معنويًا " تقرير مراجع الحسابات عن القيمة العادلة للأوراق المالية للشركة".
- أن يكون التقرير موجهًا إلى مجلس إدارة الشركة.
- أن يكون التقرير موقعًا من مراجع الحسابات المعين من قبل الجمعية العمومية، وأن يكون مؤرخًا بتاريخ حديث لم يمض عليه عند تقديم الطلب أكثر من 15 يومًا.
- أن يشير التقرير إلى الغرض الذي أعدت من أجله المعلومات المالية المستقبلية التي اعتمد عليها في تحديد القيمة العادلة (إصدار أوراق مالية طرح عام / خاص)، وأن يشير إلى أنه لا يجوز الاعتماد على هذه المعلومات لأغراض أخرى.
- أن يشير التقرير إلى الافتراضات التي اعتمدت عليها الإدارة في إعداد التقديرات عن المعلومات المالية المستقبلية المستخدمة في تحديد القيمة العادلة.
- أن يشير التقرير إلى مسؤولية الإدارة عن المعلومات المالية المستقبلية الواردة بالقوائم التقديرية بما في ذلك مسؤولية الإدارة عن الافتراضات التي بنيت عليها هذه التقديرات.

- أن يشير التقرير إلى اختباره للأدلة المؤيدة للافتراضات، وما إذا كانت في رأيه توفر أساساً معقولاً لإعداد المعلومات، وما إذا كانت قد أعدت بصورة ملائمة على أساس الافتراضات، وما إذا كان قد تم عرضها وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية أو وفقاً لأي معايير محاسبية أخرى.

- أن يشير التقرير إلى حصول المراجع على كافة البيانات والمعلومات الضرورية لأغراض اختيار المعلومات المالية المستقبلية، والتي تمكنه من إبداء الرأي في القيمة العادلة للورقة المالية التي قدرتها الشركة تحت مسؤوليتها.

- أن يتضمن التقرير تنبئها للقارئ عن إمكانية اختلاف النتائج الفعلية عن التقديرات، وما يترتب على ذلك من تعرض قيمة الورقة المالية للتغير.

**4-2- سوق ثانوية:** وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار، وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية، وهذا وتنقسم السوق الثانوية إلى:

أ/ **أسواق منظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة<sup>(\*)</sup>، والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان محدد، وقد نص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها، وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة، وتكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، وحضور جميع اجتماعات لجان البورصة المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام<sup>(1)</sup>.

ب/ **أسواق غير منظمة:** وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات.

ج/ **السوق الثالثة:** هي جزء من السوق غير المنظمة حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبرى، وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفة المعاملات، وكذا سرعة تنفيذها.

<sup>(\*)</sup> هناك مجموعة من الشروط لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بأرباح الشركة المصدرة لها، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين، وسمعة الشركة على مستوى الاقتصاد الكلي وعلى مستوى الصناعة.

<sup>(1)</sup> - جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 12.

د/ السوق الرابعة: هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبرى مصدرة الأوراق المالية، وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسارة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية.

يمكن أن يكون هناك طرح خاص في السوق الثانوية في حالة وجود رغبة لدى أحد الأفراد أو إحدى الجهات المالكة لنسبة كبيرة من الأوراق المالية لشركة معينة في طرح هذه الأوراق أو جانباً منها للبيع في سوق الأوراق المالية. فإذا كان البيع يتم وفقاً للأوضاع والشروط الخاصة بالتداول في السوق، فإن هذا الأمر يخرج عن نطاق الطرح الخاص، أما لو كانت عملية الطرح لعدد من الأوراق المالية لا تقل عن 15% من عدد الأوراق المالية المصدرة وتتم وفقاً لشروط خاصة أو لأشخاص أو لجهات بعينهم أو بأسعار مغايرة، فإن الأمر يستلزم في هذه الحالات أن يقوم من يرغب في عرض أوراقه المالية للبيع بإخطار كل من الشركة وسوق الأوراق المالية بذلك.

ويتطلب طرح الأوراق المالية طرحاً خاصاً بإخطار كل من الشركة وسوق الأوراق المالية بذلك، على أن يتضمن الإخطار ما يلي :

- اسم مقدم الطلب وصفته، وما إذا كان مساهماً أو مؤسساً أو عضواً بمجلس الإدارة أو مديراً.
- عدد الأوراق المالية التي يملكها في الشركة ونسبتها إلى مجموع عدد الأوراق المالية المصدرة.
- عدد الأوراق المالية المراد طرحها في الطرح الخاص ونسبتها إلى مجموع عدد الأوراق المالية المصدرة والقدر المسدد منها.
- نوع الأوراق المالية المراد طرحها في الطرح الخاص، وما إذا كانت أسهماً عادية أو ممتازة، وما إذا كانت أسهماً نقدية أو عينية.
- طبيعة ونوعية الجهات أو الأشخاص المخاطبين بهذا الطرح.
- مبررات الطرح الخاص.
- طلب بتجميد الأوراق المالية موضوع الطرح الخاص لحين تنفيذ عملية الطرح.
- نطاق السعر المقترح للطرح.
- الموعد المقترح للطرح بحيث لا يتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ تقديم الطلب.
- اسم مدير الطرح المقترح للقيام بعملية الطرح.

## 5- موقع البورصة من الأسواق الأخرى:

البورصة إذن سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق باعتبارها مكانا يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سمسرة - لتبادل سلعة هي الأوراق المالية، وتعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة<sup>(1)</sup>، إذ يتحدد فيها سعر واحد للصفقة الواحدة (للورقة المالية) في وجود عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشترين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة (الأوراق المالية)، مع سهولة نقلها من مكان لآخر - كأن يكون السعر في مكان أعلى منه في مكان آخر - وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع وبالنسبة للمشتري، وهي أيضا سوق للمنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب. وقناة التسويق المناسبة فيها هي قناة تسويق: المنتج/المستهلك باعتبار المنتج هو الشركة مالكة الأوراق المالية (البائع)، والمستثمر هو المشتري لتلك الأوراق من خلال السمسرة، ويناسب البورصة أيضا قناة التسويق: المنتج/الوكيل/المستهلك، باعتبار المنتج هو الشركة المصدرة للأوراق المالية لزيادة رأس المال، والوكيل يكون البنك الذي يعرض بيع هذه الأوراق المالية، ويكون المستهلك هو المستثمر.

## ثانيا- نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها:

يعتبر الرومان أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، هذا واعتبرت كلا من لندن، أمستردام، باريس، الإسكندرية، والقاهرة من أقدم وأهم المراكز التي قامت بها البورصات<sup>(2)</sup>. الأسواق المالية وإن وجدت منذ زمن بعيد، إلا أنه لم يكن لها التنظيم الذي تتمتع به الآن، حيث كان نطاقها ضيقا سواء من حيث الأنشطة التجارية التي تمارس فيها، أو من حيث الأشخاص المتعاملين بها. كذلك فإن الأسواق المالية في بدايات نشأتها اتسمت معاملاتهما بالعموم، أي في سائر أنواع السلع. أما في العصر الحاضر فإن الأسواق المالية لها نطاقها المحدد الذي لا يجوز أن تتعداه، فالسوق المالية تضم ثلاثة أنواع من الأسواق: السوق النقدية، سوق الصرف، سوق الأوراق المالية. وفي القرن التاسع عشر اشتهرت باريس كمركز لبيع وشراء الأوراق المالية، وفي النصف الثاني من القرن العشرين احتلت لندن الدور المالي الأول في العالم، وقد زاد عدد الأسواق المالية في العالم وازداد نشاطها<sup>(3)</sup>.

(1) - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها -، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 36، 37.

(2) - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك - منشآت التأمين - البورصات)، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية، بيروت، 2011، ص 298.

(3) - هشام البساط، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، اتحاد المصارف العربية، لبنان، بدون سنة نشر، ص 29، 30.

وفي المنطقة العربية تعتبر مصر أسبق الدول العربية اهتماما بأسواق المال، إذ أنها كانت في فترة من الفترات مركزا دوليا هاما في التعاملات التجارية في العالم. ولم تنشأ سوق الأوراق المالية بميكلها ونظمها وإدارتها بالصورة الحالية بشكل فجائي، بل مرت بمراحل يمكن ذكرها كالآتي:

### 1- مرحلة إنشاء بورصات السلع:

أدى الانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية الذي ترافق وهجرة اليد العاملة إلى المدن، إلى زيادة الكثافة السكانية فيها، فأصبح تمويل تلك المدن تمويلا منظما بالسلع من المشاكل العسيرة التي اقتضى حلها إيجاد سوق عالمية للمتاجرة بالمحاصيل الزراعية، لذلك ساهم كل من المتعاملين بتحملهم خطر تقلبات الأسعار، وتجار الجملة بإنشائهم مخازن لتحميل الاتجار، في إنشاء بورصات للاتجار في المحاصيل الزراعية سميت بورصة السلع<sup>(1)</sup>، وقد أنشأت أول بورصة للسلع في باريس عام 1304<sup>(2)</sup>.

### 2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر من خلال تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية<sup>(3)</sup>، وفي إنجلترا سنة 1688 من خلال التعامل بسندات الائتمان<sup>(4)</sup>.

### 3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية:

في البداية كان التعامل بالأوراق المالية يتم في بورصة السلع، ثم انتقل المتعاملون في الأوراق المالية للتعامل على قارعة الطريق وفي المقاهي بالقرب من بورصة السلع.

(1) - أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، 1982، ص391.

(2) - الموسوعة العربية العلمية، الطبعة الأولى، مؤسسة أعمال الموسوعة، السعودية، 1996، ص241.

(3) - محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الرشيد للطباعة والنشر، بغداد، 1982، ص66.

(4) - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، 1995، صص27،28.

#### 4- مرحلة استقلال بورصة الأوراق المالية:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر لوحده تغطية تكاليفها المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة، وزيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، ظهرت ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بذاتها، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن أشهر البورصات في العالم التي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر بورصة لندن، نيويورك، وطوكيو<sup>(1)</sup>.

#### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية وكيفية عملها

يتطلب التعامل في سوق الأوراق المالية فهم نظام المعالجة الآلية للصفقات المالية، حتى يتمكن المستثمر أن يوضح شكل الأمر المصدر إلى السمسار قبل الشراء أو البيع، وبالتالي الحصول على أفضل تنفيذ لأوامره بسوق الأوراق المالية أي أفضل سعر سواء في حالة الشراء أو في حالة البيع لذلك يجب أن يكون ملما بكافة العمليات التجارية وأنواع الأوامر، حيث تؤثر مهارة المستثمر في إصدار الأوامر تأثيرا ملموسا على معدل العائد الذي يحققه على استثماراته في الأوراق المالية.

#### أولا- تنظيم سوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية شخصية اعتبارية مستقلة وليست جهازا حكوميا، لكنها تخضع لرقابة حكومية من خلال مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح.

#### 1- أعضاء وأجهزة التعامل في سوق الأوراق المالية:

- 1-1- اللجنة العليا للبورصة: هي أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من لجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى<sup>(2)</sup>، وهي تقوم بالمهام الآتية<sup>(3)</sup>:
  - العمل على تحقيق حسن العمل بالبورصة واتخاذ الإجراءات الكفيلة بذلك عندما يتطلب الأمر.
  - العمل كسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين والوسطاء وفقا للقواعد.

<sup>(1)</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية-، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002، ص34.

<sup>(2)</sup> - أحمد محي الدين أحمد حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، الطبعة الأولى، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، 1986، ص24.

<sup>(3)</sup> - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين-البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص309.

- في حالة حدوث ظروف خطيرة، يحق للجنة البورصة أن تقر بأغلبية أعضائها وضع حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية المتداولة وبأسعار الإقفال في اليوم الذي يسبق القرار، على أن يتم إبلاغ القرار في ذات اليوم إلى الجهة المختصة التي لها حق الرفض أو الموافقة على هذا القرار.
- 1-2- اللجان الفرعية:** يحق للجنة البورصة تشكيل لجان فرعية متعددة بقدر ما يستلزمه العمل، منها:
  - لجنة التسعير: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.
  - لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعير، وفقا للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة<sup>(1)</sup>.
  - لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة<sup>(\*)</sup> بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض، من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنيين.
  - لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة<sup>(2)</sup>.
  - لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة<sup>(\*)</sup>.

<sup>(1)</sup> - أحمد محي الدين أحمد حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، مرجع سابق الذكر، ص 323، 324.

<sup>(\*)</sup> المقاصة: طريقة تصفية محاسبية بين طرفين أو عدة أطراف تكون دائنة أو مدينة بعضها تجاه البعض الآخر، وتسمح بحصر استخدام وسائل الدفع في تصفية الرصيد الصافي لهذه العلاقات.

<sup>(2)</sup> - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 325.

<sup>(\*)</sup> يجب على السمسار حتى يتم قيده أن يستوفي مجموعة من الشروط، نذكرها كالآتي:

- 1- الجنسية والعمر: اشترط المشرع في السمسار أن يكون من نفس الدولة التي بها البورصة، ويختلف عمره من بورصة إلى أخرى.
- 2- اقتصر نشاطه على أعمال السمسرة: اشترط المشرع عدم الانشغال بأعمال تجارية غير أعمال السمسرة.
- 3- الكفاية المالية: اشترط المشرع أن يثبت المتقدم لوظيفة سمسار في بورصة الأوراق المالية أن لديه رأس مال معين.
- 4- الكفاية العلمية والعملية: لمهنة السمسرة مقومات نجاح يلزم توافرها في من يرغب في قيد اسمه في بورصة الأوراق المالية، منها:
  - أن يكون المرشح قد قضى ثلاث سنوات على الأقل في تمرين فعلي كدليل لأحد الأعضاء العاملين أو المنضمين، أو يكون قد زاول العمل ثلاث سنوات مندوبا رئيسيا أو يكون قد قضى أربع سنوات كوسيط.
  - أن يؤدي المرشح بنجاح امتحانا تحريريا وشفويا أمام لجنة القبول للتحقق من توفر المعلومات اللازمة لمزاولة مهنة السمسرة.

**1-3- الجمعية العمومية:** تهتم بما يلي:

- مناقشة حساب الإيرادات والمصروفات والتصديق على الميزانية العمومية.
- مناقشة كل ما يختص باللوائح الداخلية المنظمة للعمل في البورصة.
- عرض ما تقرر الجمعية العمومية على الجهة المختصة للنظر فيه.
- انتخاب أعضاء لجنة البورصة.

**1-4- هيئة التحكيم وفض المنازعات:**

تختص بالفصل في المنازعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، أو التي تقع بين أحد هذه الأطراف وبين عميل ما.

**1-5- مجلس التأديب:** يختص بالآتي:

- الفصل فيما يقع من مخالفات في القوانين واللوائح الخاصة بالبورصة.
- مناقشة جميع المسائل التي تؤثر على سير العمل بالبورصة.

**1-6- مندوب الحكومة:**

يعتبر تجسيدا لحق الحكومة في الإشراف والرقابة على عمل البورصة، ومن حقه:

- حضور جميع اجتماعات الجمعية العمومية.
- المعارضة في قرارات الجمعية العمومية أو لجنة البورصة أو لجائها ومجالسها الفرعية.
- إلغاء العمليات التي يجد أنها مخالفة للقواعد العامة لأحكام التداول.

**2- عضوية البورصة:** تتكون الجمعية العمومية لسوق الأوراق المالية من ثلاث مجموعات من الأعضاء، وهي:

**2-1- الأعضاء المنضمون:** وهم البنوك، الشركات، صناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم تعيينهم من قبل لجنة البورصة<sup>(1)</sup>.

**2-2- الأعضاء المراسلون:** وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السمسار المراسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل، وبعد أداء رسوم القيد والاشتراك.

**2-3- الأعضاء العاملون:** وهم السماسرة ومساعدوهم.

<sup>(1)</sup> - حسن صبري نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، الأهرام الاقتصادي، القاهرة، 1996، ص 85.

### 3- وسطاء سوق الأوراق المالية:

اعتبر القانون السمسرة في مجال الأوراق المالية مهنة قائمة بذاتها، لذا ألزم السمسار استيفاء مجموعة من الشروط لقيده في بورصة الأوراق المالية.

### 3-1- مصرفي الاستثمار:

هو عبارة عن مؤسسة مالية تعمل على إيجاد مشترين للأوراق المالية، وقد يقوم بشراء الأوراق المالية التي لم يتم الاكتتاب فيها، ومصرفي الاستثمار مجموعة من الوظائف منها ما هو إرشادي كدراسة احتياجات التمويل للشركة المصدرة للأوراق المالية وما يناسبها من صور التمويل المختلفة، ومنها ما هو إداري خاص بالإجراءات الحكومية، ومنها ما هو تسويقي حيث الشراء ثم البيع للأوراق المالية وتحمل مخاطر هذا النشاط<sup>(1)</sup>.

### 3-2- السماسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة، ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة كما قد يعمل تاجرا لحسابه الخاص، فهو يقوم بالشراء والبيع للأوراق المالية قصد تحقيق أقصى ربح ممكن، وقد يخضع السمسار الوكيل للسيطرة المباشرة التي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة بإقراض السمسار رسم العضوية، ويظل القرض قائما دون حاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار في خدمة بيت السمسرة، كما قد يخضع للسيطرة غير المباشرة التي تتمتع بها بيوت السمسرة الكبرى بسبب ضخامة حجم معاملاتها بشكل يجعل خدمتها موزعا للمنافسة بين هؤلاء الأعضاء، خاصة وهم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة اللجوء إلى سمسرة الصالة لتنفيذ معاملاته.

### 3-3- سمسرة الصالة:

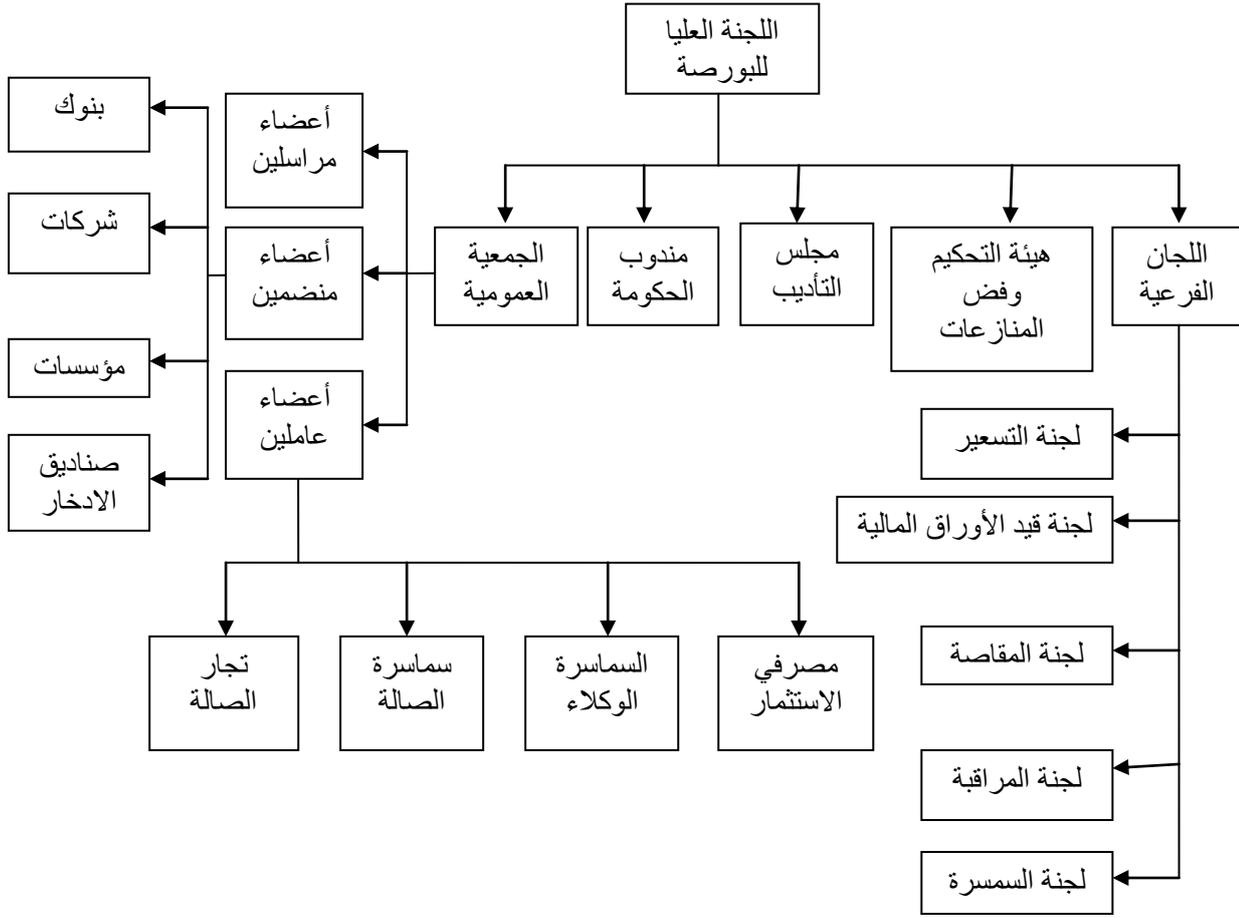
يقدم سمسار الصالة الخدمة لمن يطلبها ولا يعمل لحساب بيت سمسرة معين، وبالتالي فهو يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويتيح سمسار الصالة لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السمسرة الوكلاء، وذلك طالما يمكنها الاعتماد على سمسرة الصالة لإتمام معاملاتها.

### 3-4- تجار الصالة:

يتمثل دورهم في شراء وبيع الأوراق المالية قصد تحقيق التوازن للسوق وحمايتها من الهزات العنيفة، وفي هذه الحالة فإنهم يقومون بهذا النشاط من بيع وشراء لحسابهم الخاص.

<sup>(1)</sup> - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين-البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص ص 313، 314.

الشكل رقم (01-02): الهيكل التنظيمي لبورصة الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على ما تم ذكره في فرع تنظيم سوق الأوراق المالية.

ثانيا- إدارة عمليات سوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية سوقا منظمة للتجارة في الأوراق المالية من أسهم وسندات وصكوك مالية بجميع أنواعها، شرط أن تكون قابلة للتداول، ولكن في إطار مجموعة من القوانين واللوائح، وتتولى إدارتها هيئة تشرف على تطبيق هذه التشريعات.

**1- عمليات سوق الأوراق المالية:**

لا يقتصر التعامل في سوق الأوراق المالية على العمليات العاجلة التي تتضمن تصفية العمليات مباشرة عن طريق دفع قيمة الصكوك واستلامها، بل يتجاوز ذلك الأمر إلى العمليات الآجلة التي لا تتم تصفيتها إلا في مواعيد محددة.

**1-1- العمليات العاجلة:**

يتم تنفيذ هذه العمليات في مدة لا تتجاوز 48 ساعة، ويرجع لجوء المتعاملين في البورصة إليها لسببين:

- الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند توزيعها لتحقيق عائد سنوي من الأوراق المشتراة، عن طريق قيام المشتري بشراء الأوراق المالية التي تضمن دخلا ثابتا سنويا من كوبوناتها<sup>(\*)</sup>.
- المضاربة على ارتفاع أسعارها<sup>(\*\*)</sup>، لبيعها عند تحقق ذلك، مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا منها في السوق الآجلة<sup>(1)</sup>. فإذا رغب أحد العملاء في شراء أو بيع أوراق مالية فإنه يصدر أمرا إلى السمسار الذي يمثله يتضمن نوعية الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها وذلك بأحسن سعر ممكن أو في حدود سعر معين.

ويقوم السمسار الذي تلقى الأمر بعقد الصفقة فور تلقيه هذا الأمر، وبعد تنفيذه للصفقة يُبلغ السمسار عميله بالصفقة التي عقدها لحسابه.

<sup>(\*)</sup> الكوبون: سابقا كان يصدر السند مثلا قيمته 1000 و.ن، ويستحق بعد 15 سنة ويحمل معدل فائدة اسمي يقدر بـ 15%، فكان يُصدر مع هذا السند 15 كوبون كل واحد منها قيمته 150 و.ن، وحدته سنة واحدة من عمر السند.

<sup>(\*\*)</sup> تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشتري وأدنى سعر يقبله البائع.

<sup>(1)</sup> - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص424.

## 1-2- العمليات الآجلة:

هي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتهما<sup>(\*)</sup> بتاريخ معين، ويحدد سعر البيع والشراء عند إبرام العقد، ولكن التسليم والدفع يكون في وقت آجل، وتغطي العمليات الآجلة أغراض المضاربة ويتم جميعها تحت تأثير رغبة المضاربين في الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى تاريخ التصفية، ويعتبر المشتري في العملية الآجلة مضاربا على الارتفاع إذ أنه يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، ويحقق ربحا إذا تحققت توقعاته عند حلول موعد التصفية الذي يمكن عنده أن يبيع ما سبق شراؤه.

وعلى العكس من ذلك يعتبر البائع في العمليات الآجلة مضاربا على الانخفاض، إذ أنه يتوقع انخفاض الأسعار عند حلول موعد التصفية الذي يكون لزاما عليه أن يشتري ما سبق بيعه ليحقق بذلك ربحا إذا تحققت توقعاته. وتتم تسوية العمليات الآجلة عن طريق دفع فروق الأسعار المستحقة دون أن يحدث تبادل فعلي للأوراق التي تم التعامل عليها.

## 2- أوامر البورصة:

يتم التعامل بين العميل والوسيط عن طريق أوامر يصدرها العميل إلى الوسيط وعادة ما يتم نقل هذه الأوامر بواسطة التلكس، التليفون، الأمر الشفهي، الأمر المكتوب، وتأخذ أوامر البورصة الأشكال الآتية:

### 1-2- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

هي الأوامر التي يتوقف فيها تنفيذ الصفقة من عدمه على السعر الذي يحدده العميل، وتنقسم هذه الأوامر إلى نوعين:

أ/ أوامر السوق: بمقتضى أمر السوق يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن، ويتميز هذا النوع من الأوامر بما يلي:

<sup>(\*)</sup> تتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والتمن من قبل البائع والمشتري.
- أن يبيع ما اشتراه، أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية، وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى بدل التأجيل.

الجدول رقم (01-01): مزايا وعيوب أمر السوق

مزايا أمر السوق	عيوب أمر السوق
- السرعة وضمنان التنفيذ <sup>(1)</sup> .	- لا يمكن للعميل أن يتعرف على السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به <sup>(2)</sup> . - على العميل قبول السعر السائد في السوق.

المصدر: من إعداد الطالبة.

ب/ الأوامر المحددة: يضع العميل في الأمر المحدد سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل السعر في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع العميل حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ويتميز الأمر المحدد بما يلي:

الجدول رقم (02-01): مزايا وعيوب الأمر المحدد

مزايا الأمر المحدد	عيوب الأمر المحدد
- العميل يتعرف مقدماً وعلى وجه اليقين على الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع.	- سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة، حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً.

المصدر: من إعداد الطالبة.

هناك أوامر مشتقة من الأوامر المحددة لسعر التنفيذ نذكرها كالاتي<sup>(3)</sup>:

- الأمر الذي يقضي بأن يُنفذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو يرفض كله.
- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد بمجرد وصوله، وإلا يُلغى.
- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد كله أو جزء منه بمجرد وصوله، أما الجزء الذي لم ينفذ فيعتبر مُلغى.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالشراء، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أعلى من آخر سعر أجري عليه التعامل، وبشرط أن يكون آخر سعر مماثل للسعر الذي قبله أو أقل

<sup>(1)</sup> -French.D, **Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management**, Merrill pub, 1989, p56.

<sup>(2)</sup> -Huang.S, Randall.M, **Investment Analysis & Management**, 2<sup>nd</sup> ed, Boston, Allyn & Bacon, 1987, p33.

<sup>(3)</sup> - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص ص 127، 128.

منه، أو أن يكون سعر التنفيذ أقل من آخر سعر مطروحا منه الحد الأدنى للتغير في السعر وذلك إذا ما كان آخر سعر مساويا للسعر الذي قبله أو أعلى منه.

- الأمر الذي يقضي بتنفيذ أمر السوق أو الأمر المحدد الخاص بالبيع، وذلك بشرط أن لا يكون سعر التنفيذ أقل من آخر سعر أجري عليه التعامل بشرط أن يكون آخر سعر أعلى من السعر الذي قبله أو مساويا له، أو أن يكون سعر التنفيذ أعلى من آخر سعر مضافا إليه الحد الأدنى من التغير في السعر، وذلك إذا كان آخر سعر مساويا للسعر الذي قبله، أو أقل منه.

## 2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي الأوامر التي يتوقف فيها تنفيذ الصفقة من عدمه على وقت التنفيذ (الزمن)، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه فيظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر العميل إلغاؤه<sup>(1)</sup>.

## 2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

يتخذ هذا النوع من الأوامر إحدى الشكلين الآتيين:

أ/ الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: هو الأمر الذي يحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

ب/ الأمر المفتوح في حدود سعر معين: هو الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده العميل أو سعر أفضل منه<sup>(2)</sup>.

ويتلاءم هذا الأمر مع العميل الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها، وأهم عيوبه هو أنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلا (في حالة أمر الشراء) أو أقل قليلا (في حالة أمر البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق<sup>(3)</sup>.

## 2-4- الأوامر الخاصة: من أبرز أنواعها ما يلي:

أ/ أوامر الإيقاف: هي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعدها بالانخفاض أو الارتفاع حسب نوع أمر الإيقاف إما المتعلق بالبيع أو المتعلق بالشراء، ويتحول أمر الإيقاف إلى أمر السوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل.

(1)- Francis.j, **Investment Analysis and Management**, 4<sup>th</sup> ed, Mc Graw-Hill, New York, 1986, p65.

(2)- Francis.j, **Investment Analysis and Management**, OP;CIT, p65.

(3)- Fischer.D, Jordan.R, **Security Analysis & Portfolio Management**, 4<sup>th</sup> ed, Prentice – Hall, New York, 1987, p40.

ب/ أوامر الإيقاف المحددة: تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف. ومن أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة (انخفاض في حالة البيع، وارتفاع في حالة الشراء)، بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد، في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني مضاعفة تضائل القيمة السوقية لما يملكه العميل من أوراق مالية<sup>(1)</sup>.

ج/ أوامر حرية التصرف: هي الأوامر التي يترك فيها للسمسار حق إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو يختار الورقة المالية محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أم بيعاً، وتوقيت تنفيذها، وهناك أوامر مقيدة تقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة<sup>(2)</sup>.

يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوفر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار.

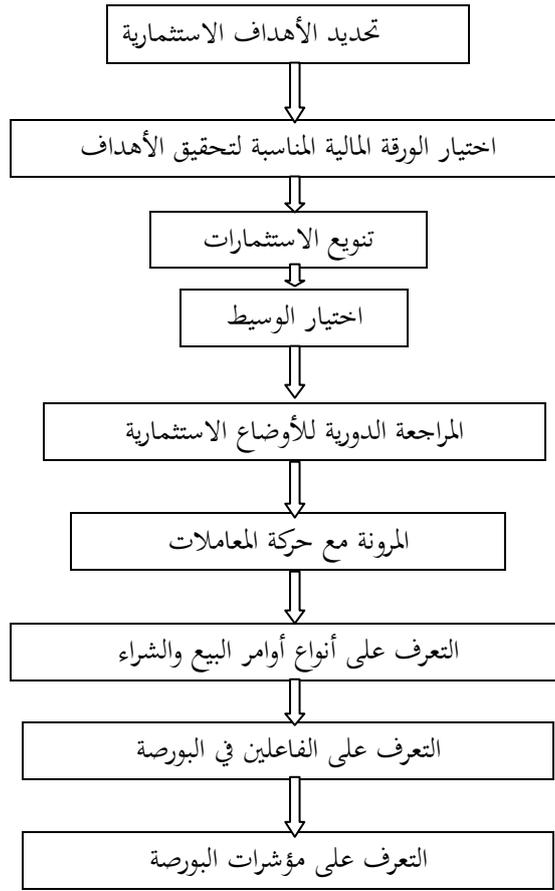
### 3- خطوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

تخضع عمليات الاستثمار في سوق الأوراق المالية للخطوات الآتية:

<sup>(1)</sup>- Fischer.D, Jordan.R, Security Analysis & Portfolio Management, OP;CIT, p42.

<sup>(2)</sup>- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك- منشآت التأمين- البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص315.

الشكل رقم (01-03): مراحل الاستثمار في سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة.

يقوم المستثمر بتحديد الهدف الاستثماري المتمثل إما في الربحية أو النمو أو تحقيق المكانة الاقتصادية، أو الأهداف السابقة مجتمعة كمزيج، مع تحديد درجة أولوية هذه الأهداف وفقاً للاحتياجات وطبيعة المستثمر، بعدها يتم اختيار الورقة المالية المناسبة لتحقيق الأهداف، وهو ما يجعل من الضروري إجراء تقييم للمشروع الذي أصدر هذه الأوراق، ويشمل التقييم (درجة تأثر المشروع بالتغيرات السياسية والأحداث الدولية، درجة كفاءة الإدارة القائمة على هذا المشروع، أوضاع المنافسة، عوامل قوة المشروع، الخ) وحتى يكون الاستثمار أمثل يجب عدم التركيز على استثمار واحد بل يفضل دائماً أن يكون هناك مزيجاً أو توليفة متنوعة حتى لا تتعرض محفظة الأوراق المالية لمخاطر عنيفة تفقد توازنها أو تؤثر على العائد منها، ولكن يحتاج المتعامل في البورصة إلى اختيار وسيط مالي ممكن أن يكون بنك تجاري، أحد السماسرة المشهود لهم بالكفاءة.

ومن المستحسن القيام بالمراجعة الدورية للأوضاع الاستثمارية من خلال المتابعة الدقيقة للأوضاع المالية مع التحلي بالمرونة الكافية لمواجهة التغيرات دائمة الحدوث، بحيث يمكن استغلال الفرص المتاحة سواء بالشراء

أو التخلص من أي ورقة مالية من خلال استخدام أوامر البيع والشراء المعمول بها في البورصة، وذلك بعد التعرف على الفاعلين الأساسيين في البورصة من السماسرة وسطاء التعامل، شركات إدارة المحافظ، صناديق الاستثمار، مندوب الحكومة في البورصة، أمناء الاستثمار، وكذلك التعرف على متوسطات الأسعار والمؤشرات الخاصة بكل بورصة.

### المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين المستثمرين والمؤسسات والشركات، وتزداد وتتضح أهميتها في المجتمعات الحرة اقتصاديا، والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمنظمات، والتي معها تقوم البورصة بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار فضلا عن القيام بأدوار عديدة أخرى.

#### أولا- أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي:

تستمد البورصة أهميتها من وجودها، ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به:

1- فهي أداة فعل غير محددة في الاقتصاد القومي: تؤثر في كل جوانب الاقتصاد، كما تؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، وفي الوقت ذاته تتأثر بهذا كله، ومن خلال هذا التأثير والتأثير تحدث آثار جديدة.

2- جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحويله من مال عاطل خامل لا أثر له إلى رأس مال موظف فعال له الأثر الإيجابي، فعمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والشركات، وفي الوقت ذاته تدفع المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم إلى مدخرات واستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب<sup>(1)</sup>، ويتعدى هذا الجذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في شركات محلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي<sup>(2)</sup>.

3- إيجاد سوق دائمة ومستمرة: تعمل البورصة بصورة مستمرة نظرا لأنها تحصر تعاملها في مكان معين وثابت، لا يجوز التعامل في غيره، ويظل هذا التعامل طوال ساعات معينة يوميا من أيام العمل، كما أنها تحصر تعاملاتها في أيدي السماسرة دون غيرهم، وبهذا يتحقق للبورصة الدوام والاستمرار، وهو ما يضمن سرعة تداول الأوراق المالية، حيث البيع والشراء في أي وقت، وبالتالي تحقق سيولة الأصول المالية، إضافة

(1) - جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا، الطبعة الأولى، مطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص15.

(2) - أحمد محي الدين أحمد حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، مرجع سابق الذكر، ص15.

إلى أن صفة الاستمرارية في السوق تمكن المستثمر من معرفة الأسعار بالإطلاع على التسعيرة المعلنة في الزمان والمكان بما يدفعه إلى حرية الحركة في الشراء والبيع وما يترتب على ذلك من توازن للأسعار<sup>(1)</sup>.

4- تدفع المنظمات إلى تحسين كفاءة الإدارة: إن عمليات متابعة تغيرات أسعار الأوراق المالية التي تنتجها البورصة تشجع إدارة الشركات صاحبة هذه الأوراق المالية على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تتعرض أوراقها إلى انخفاض في حجم التعامل عليها.

5- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار: من أهم مبادئ البورصة هو العلانية، وهو ما يجعلها تقوم بالإعلان عن أسعار الصفقات، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع هذه الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب<sup>(2)</sup>، ويتم نشرها من قبل إدارة السوق على لوحات ظاهرة، بحيث يتمكن جمهور المتعاملين من رؤيتها، وبالتالي يجعل المتعاملين في مأمن من خطر تغيير الأسعار.

ولضمان صدق العمليات لا يدون في الجدول الرسمي سعرا إلا بعد استيفاء حاجة كل طلب ذي سعر أعلى وكل عرض ذي سعر أقل، وهذا فضلا عن الإعلان عن الإحصاءات والتقارير ليقف المستثمرين على أحدث أخبار تحركات الأسعار، وبالتالي معرفة العوامل المؤثرة على اتجاه الأسعار<sup>(3)</sup>.

6- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة<sup>(4)</sup>: وهذا لتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية ليكتملا بعضهما، بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

7- إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل: حيث أن المؤسسات المالية من شركات وبنوك وغيرها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة ولكن هذا التوظيف لا يستغل كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على صورة

(1) - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك - منشآت التأمين - البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص302.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص34.

(3) - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك - منشآت التأمين - البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص302.

(4) - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك - منشآت التأمين - البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص302.

نقدية، فتقوم باستثمارها عن طريق بورصة الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل<sup>(1)</sup>.

8- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي: حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش<sup>(2)</sup>.

### ثانياً- أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي:

1- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض - المقرضين- إلى الفئات التي لديها عجز - المقترضين-: فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى معيشة المقترضين<sup>(3)</sup>.

2- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار: إذ يستفيد من البورصة التاجر والصانع والزراع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحوط أو التغطية، فالمضارب مثلا: يشتري سلعة ليبيعه فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا انخفض السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره<sup>(4)</sup>.

3- بيع الحقوق وشراؤها: فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشراؤها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع<sup>(5)</sup>.

4- إيجاد مجال للمضاربة: إن المضاربة هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للاستفادة من فروق الأسعار في الزمان والمكان، وهي ضرورية لاستمرار العمل في

<sup>(1)</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية-، مرجع سابق الذكر، ص47.

<sup>(2)</sup> - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 1999، ص50.

<sup>(3)</sup> - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص30.

<sup>(4)</sup> - أحمد بن يوسف الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار عالم الكتب، الرياض، 1989، ص572.

<sup>(5)</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص33.

البورصة، ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازن الأسعار<sup>(1)</sup>.

### المطلب الرابع: إقامة سوق أوراق مالية فعالة وسبل تطويرها

يعد توفر أسواق أوراق مالية قوية ونشطة شرطاً ضرورياً للمضي قدماً في سياسة الخصخصة، التي أصبحت اتجاهها سائداً لدى العديد من الدول العربية التي تحرص على تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية الخاصة بها. أولاً - مفهوم فاعلية وكفاءة سوق الأوراق المالية:

تختلف أسواق الأوراق المالية من حيث مستوى الكفاءة والفاعلية ويعود ذلك للاختلافات في الإمكانيات المتاحة والمتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق، فهذا المستوى يمثل سرعة استجابة الأسعار بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين، وتصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية دالة للمعلومات المتاحة<sup>(2)</sup>.

#### 1- قياس فاعلية سوق الأوراق المالية:

وتقاس فاعلية سوق الأوراق المالية بالآتي<sup>(3)</sup>:

- مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.
- مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
- مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

#### 2- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

عُرفت السوق الكفاءة بأنها السوق التي تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تثبتها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين<sup>(4)</sup>.

(1) - فريد وصادر باز، جورج مكرم وأبي صالح، معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية، الطبعة الأولى، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1985، ص220.

(2) - محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية-، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، 1993، ص24.

(3) - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، دار إيتراك، القاهرة، 1996، صص 26، 27.

(4) - Efficient Capital Markets :Areview Of Theory and Empirical Work, Journal Of Finance25,1970,p383.

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، والتي يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم ارتفاعا أو انخفاضاً، وذلك تبعا لطبيعة المعلومات جيدة أو سيئة.

والكفاءة منها ما هي كاملة ومنها ما هي اقتصادية:

2-1- الكفاءة الكاملة: تقتضي توفر الشروط الآتية<sup>(1)</sup>:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع، وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأوراق المالية، ودون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

2-2- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه توجد فترة زمنية ما بين وصول المعلومات إلى السوق وظهور آثارها على أسعار الأوراق المالية، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

ثانيا- شروط إقامة سوق أوراق مالية فعالة:

لإقامة سوق أوراق مالية تقوم بدور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار وتحقيق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توفر الشروط الآتية:

- 1- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل<sup>(2)</sup>.
- 2- توفرها على الاستمرارية والتنظيم، فلا بد أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة، وذلك من خلال ما يلي<sup>(3)</sup>:

<sup>(1)</sup> - [http://www.arab-api.org/course9/c9-3\\_4.htm](http://www.arab-api.org/course9/c9-3_4.htm). consulté le 14/04/2011.

<sup>(2)</sup> - عبد الوهاب مكّي علي سعيد، تمويل المشروعات في ظل الإسلام -دراسة مقارنة-، دار الفكر العربي، القاهرة، بدون سنة نشر، ص203.

<sup>(3)</sup> - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، مرجع سابق الذكر، ص14.

- وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.
- وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.
- إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.
- تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب هذه السوق فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها<sup>(1)</sup>، بالإضافة إلى توفر التنظيم الذي تنتفي معه المشاكل الآتية: مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، مشكلة الرقابة والإفصاح المالي عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى<sup>(2)</sup>.
- 3- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون سوق الأوراق المالية مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات<sup>(3)</sup>.
- 4- وجود مؤسسات متخصصة في أمور سوق الأوراق المالية والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية مثل بيوت الإصدار والسماسة<sup>(4)</sup>.
- 5- إدراج الشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية: في ظل الاندفاع لإنشاء أسواق أوراق مالية قد تقع الأخطاء، وفي مقدمتها وضع شروط متساهلة تسمح بتسجيل منشآت صغيرة لا تقوم على أسس متينة، فللتسجيل شروط ضرورية ينبغي توفرها لضمان فعالية السوق، منها ما يتعلق بعدد المساهمين ومنها ما يتعلق بحجم المنشأة وربحياتها، وكل هذه الشروط تهدف أساساً إلى ضمان حد أدنى من التعامل على الورقة المالية التي تصدرها المنشأة وذلك تحقيقاً لمبدأ عمق السوق، فلا جدوى من تسجيل الكثير من المنشآت التي تتميز سوق أوراقها المالية بالضحالة، حيث تعاني السوق غير العميقة من عدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي إلى تغير كبير في سعر الورقة، وبالطبع هذا

(1) - محمد عبد الحليم عمر، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 22، 1998، ص 63.

(2) - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 41.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 41.

(4) - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 41.

التغير لا يكون ناتجاً عن تغير في القيم الحقيقية<sup>(1)</sup>.

6- النظام البنكي: يعتبر الجهاز البنكي المتطور والسليم شرطاً هاماً لنجاح سوق الأوراق المالية، وتنبع هذه الأهمية من الدور الذي تقوم به البنوك في تحويل الادخارات إلى استثمارات، والمساهمة في قيام شركات الأموال، بالإضافة إلى أن جميع العمليات المالية للمستثمر ستمر عبر البنك.

وتظهر أهمية البنك المركزي والبنوك المتخصصة من خلال الآتي:

- البنك المركزي:

- توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي بالشكل الذي يتيح للبنوك توسيع نشاطاتها الائتمانية لتشمل الائتمان متوسط وطويل الأجل.

- تفعيل أدوات السياسة النقدية بهدف معالجة الإختلالات في الاقتصاد الوطني.

- السماح للبنوك بالمشاركة في ملكية وإدارة مشاريع ثبت جدارتها الاقتصادية.

- البنوك المتخصصة:

- تمويل صفقات بيع وشراء الأوراق المالية: أي منح القروض بضمان الأوراق المالية، مما يساعد على تنمية المعاملات داخل السوق، ويمثل التمويل النقدي الجزئي أسلوباً لسداد قيمة الصفقات، حيث يقوم المستثمر بسداد جزء من قيمة الصفقة نقداً، والباقي يتم سداؤه بأموال يقترضها من البنك بضمانة الأوراق المالية محل الصفقة، ومقابل فائدة معينة.

- إنشاء صناديق الاستثمار: حيث تظهر أهمية إنشاء عدد من صناديق الاستثمار لما تقوم به من عملية ربط للمدخرات الوطنية بأسواق المال وتمكين صغار المستثمرين من الاستثمار بالأوراق المالية بطريقة أكثر سهولة وكفاءة.

- تدوير محافظ الأوراق المالية: حيث تقوم البنوك بتنمية محافظ الأوراق المالية والاهتمام بالمستثمرين في الأوراق المالية وتطوير وسائل الحماية وغيرها من الخدمات التي تنشط سوق التداول.

7- وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومعاينة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني<sup>(2)</sup>.

8- تنميط جميع العقود والمعاملات في السوق، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

(1) - ياسر بوحسون، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني "سوريا، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، 2005، ص14.

(2) - محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، مرجع سابق الذكر، ص15.

### ثالثاً- سبل تطوير سوق الأوراق المالية:

تعمل مجموعة من المتغيرات (العناصر) مجتمعاً على تطوير سوق الأوراق المالية، يمكن ذكر هذه العناصر كالآتي:

#### 1- البنك المركزي كمصدر للأوراق المالية:

إن الأساس المنطقي لإصدار البنك المركزي للأوراق المالية ليس هو نفسه بل هناك أولويات أو توقعات مختلفة من السوق الثانوية، وعادة ما يصدر البنك المركزي أوراقه المالية بالعملة المحلية فقط إذا كان هناك فائض سيولة في السوق، وأن الزيادة القصوى للإيرادات ليس هو الهدف، بل الهدف هو إدارة السيولة وسيلبي هذا الهدف جزئياً بإصدار الحجم الصحيح من الأوراق المالية من أجل امتصاص الفائض، وهناك حالتين:

- حالة إصدار البنك المركزي لأوراق مالية قصيرة الأجل بسعر ثابت: وهذا إذا كان لدى البنك المركزي فكرة واضحة عن المستوى المناسب لأسعار الفائدة قصيرة الأجل ويرغب في ضمان وصول واسع لعمليات السعر السياسي، وبالنسبة لهذه الأوراق فإن القدرة على استخدامها كضمانات أو في معاملات الريبو<sup>(\*)</sup>، سيكفي لينظر لها على أنها سائلة، أما تداولها فيكون منخفضاً.

- حالة إصدار البنك المركزي لأوراق مالية أطول أجلاً: وهذا من أجل وضع جزء من إدارة سيولته في مكانة أطول أجلاً، حيث في بعض البلدان يوفر البنك المركزي أوراقاً أطول أجلاً، ولكن المزايدات عليها أحياناً تكون دون سعر الاكتتاب رغم توفر السيولة الزائدة في السوق، والسبب في ذلك أن أوضاع السيولة غير مستقرة.

وإذا ما أريد لأوراق البنك المركزي أن تكون أدوات سيولة، فيجب أن تدعم البنية الأساسية لمعاملات التسليم الآجل بمعاملات الدفع والتسوية (السداد) السريع، وأنه يمكن استخدام الأوراق المالية طويلة الأجل في التعاملات مع البنك المركزي إذا دعت الحاجة، وكضمان مع باقي المتعاملين في السوق، وستكون أقل أهمية سواء كانت هناك سيولة في التعاملات الفورية في هذه الأوراق المالية أو لم يكن، خصوصاً إذا كان لها استحقاقات قصيرة الأجل.

<sup>(\*)</sup> معاملات الريبو: تعني الاتفاق بين طرفين على بيع كمية معينة من الأوراق المالية مع تعهد البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة بسعر أعلى من سعر البيع يتم الاتفاق عليه.

**2- الحكومة كمصدرة للأوراق المالية:**

تؤدي السوق الثانوية في الأوراق المالية الحكومية مجموعة من الوظائف فمن طريق توفير متاجرة أكثر من السوق الأولية من ناحية المبدأ يمكن أن تكون مستمرة بدلا من الانخراط في مبيعات مجزأة، وهي تسهل كلا من الوصول إلى السوق وتشكيل السعر، فيسمح وجود أسعار الأسواق الثانوية للمشاركين بإصدار حكم على السعر المناسب للورقة المالية، فإذا كان المشاركون غير متأكدين من المستوى المناسب لعدم وجود سوق ثانوية، فسيميلون إلى دفع سعر أقل مما لو كانت. أما إذا كان المشاركون غير متأكدين من قدرتهم على الاستثمار في الأوراق المالية لحاجتهم إلى النقد (إذا كان مدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء واسعا) فسيميلون إلى دفع أسعار أقل للأوراق المالية للتعويض عن حالة عدم التأكد، وبهذا ستكون أسعار الأسواق الأولية متأثرة بأسعار الأسواق الثانوية، بحيث كلما اتسع مدى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع كلما قل النقد الذي ستستلمه الحكومة، وعليه كلما تطورت الأسواق الثانوية في الأوراق المالية الحكومية (أي أصبحت أكثر سيولة، كما يظهر من مدى الفرق القليل بين سعر الشراء وسعر البيع حيث يزداد الطلب على الأوراق المالية)، فسيكون تأثير ذلك على المدى البعيد تخفيض تكاليف التمويل الحكومي.

وبالتالي، فإن تطوير سوق ثانوية يعمل بشكل جيد في الأوراق المالية الحكومية قد يفعل فعل المحرك الأساسي لتطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وكسوق خال تقريبا من مخاطر الإقراض يصبح منحى مردوده نقطة أساس لتسعير الأصول المالية، ومن ثم يساعد في تأسيس منحى إقراض كلي.

**3- المنتجات المتداولة في سوق الأوراق المالية:**

تطلب الأوراق المالية الحكومية من قبل السوق لسببين:

- إذا كانت الحكومة تعاني من عجز الموازنة دون الاقتراض من السوق.

- أما السبب الثاني فيتعلق بالأسواق النامية، حيث يمكن للحكومة أن تعرض على المستثمرين أصولا خالية من المخاطر، فإذا كانت مخاطر الإقراض المدركة عالية بشكل عام في الاقتصاديات فسيكون هناك علاوة على الأصول الخالية من المخاطر.

وبما أن معظم البنوك المركزية تقبل الأوراق المالية الحكومية كضمان في عملياتها النقدية، وأنها عادة ما تحسب لصالح متطلبات السيولة الإجبارية فسيوفر ذلك حوافز للمشاركين في السوق.

**4- سعر سوق واضح (دلالي):**

يشجع وجود سعر جيد في سوق الأوراق المالية المشتركين على المتاجرة أكثر، وبالتالي سيساعد على تطوير السوق الثانوية، وتكامل خصائص الأسواق الثانوية في الأوراق المالية احتمالية وجود شفافية سعر فعالة، فهناك أسواق ناشئة تتضمن عددا قليلا جدا من الأوراق المالية الحكومية المختلفة، ويكون هناك عادة

متاجرون قلائل في السوق مع إمكانية عرض أسعار أحدث الصفقات وأسعار المزايدات والعروض على شاشة بشكل علني-إلكترونيا-إن أمكن.

### المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة

أدت رغبة المستثمرين لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نموًا، بالإضافة إلى الطلب المحلي على رؤوس الأموال، إلى ظهور الأسواق المالية الناشئة، الأمر الذي ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للاستثمار في تلك الأسواق والتي كانت أحد العوامل الأساسية لنمو الأسواق المالية الناشئة، وترجع تلك الزيادة إلى عوامل داخلية تتعلق بالدول النامية مثل الإصلاح الاقتصادي الذي تم في العديد منها، وإلى عوامل خارجية مثل انخفاض أسعار الفائدة.

### المطلب الأول: ماهية السوق المالية الناشئة

تسمح الأسواق الناشئة للمستثمر بالحصول على عائد مرتفع وبتقليل المخاطر التي يتعرض لها، ويتضح العائد المرتفع من خلال معدلات النمو الهامة لاقتصاديات دول الأسواق الناشئة، أما تقليل الخطر فيظهر من خلال ضعف الارتباط بين العوائد في الأسواق الناشئة، وبين العوائد في الأسواق الناشئة والعوائد في الأسواق المتطورة.

### أولاً- مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

لقد كان أول استخدام للفظ الأسواق المالية الناشئة للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية IFC في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدماً في العالم<sup>(1)</sup>. ويقصد بالأسواق المالية الناشئة الأسواق المالية للبلدان التي تمر اقتصادياتها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق<sup>(2)</sup>، وأفضل طريقة لتحديد مفهوم السوق الناشئة ضمن هذه الشروط، تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، كما عرفتتها مؤسسة التمويل الدولية بأكثر من طريقة، فمن ناحية يعني لفظ "ناشئة" أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث وأن السوق المعنية تنمو من حيث الحجم وجودة الأدوات المتداولة فيها مقارنة بسوق أخرى أقل من حيث الحجم والنشاط، ولا توحى ببوادر أي تغيير، ومن جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ "سوق ناشئة" لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاتها، ويرجع ذلك إلى أن نمو السوق المالية يرتبط بصورة قوية، ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني، وبذلك يمكن

(1) - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، العدد 58، مجلة بنك الكويت الصناعي، الكويت، سبتمبر 1999، ص 23.

(2) - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 93.

أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ "سوق ناشئة" إذا انطبق عليها على الأقل أحد المعيارين الآتيين<sup>(1)</sup>:

- إذا تواجدت هذه السوق في اقتصاد نام.
- إذا كانت السوق ذاتها بصدد نمو.

### ثانياً- تصنيفات الأسواق المالية الناشئة:

الأسواق المالية هي الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم.

#### 1- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:

أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تُشَبَّه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية السائدة، بل أنها عرضة على وجه شبه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشاريع المحلية ليست في معظمها مؤهلة لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير<sup>(\*)</sup>، بل يقتصر التسعير في هذه الأسواق على الشركات الدولية الكبرى والشركات متعددة الجنسيات، وتضم هذه المجموعة أسواق بلدان عدة منها: ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلندا، الخ<sup>(2)</sup>. وتتميز اقتصاديات هذه البلدان بخصائص مشتركة مع اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها الأسواق المتطورة كإخفاض معدلات التضخم، استقرار نسبي في أسعار الصرف، تطور الأنظمة المالية والمصرفية، سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات، استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

#### 2- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق:

وتسمى بالأسواق السائرة باتجاه تحقيق تغيرات نوعية في بنائها وتقنيات عملها، فعلى الصعيد التقني يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق هي قليلة الانتشار، وتحديدًا ما يتعلق بإتمام ومقاصة العمليات، تسليم الأوراق المالية، نشر المعلومات وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، وتضم هذه المجموعة أسواق الأرجنتين، البرازيل، الهند، نيجيريا، الفيليبين<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق الذكر، ص 24-32.

<sup>(\*)</sup> - تتمثل في نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية، الخ.

<sup>(2)</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 95.

<sup>(3)</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 96.

وتتميز اقتصاديات هذه البلدان ب: التضخم الحاد، التركز الهام للمداخيل والثروة، عدم التوازن في المبادلات الخارجية والتطور غير الكافي للأسواق المالية، صعوبة التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية.

### 3- الأسواق الحديثة النشأة:

تتميز هذه الأسواق المالية بأنها في مرحلة نشوء، حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني فيها متدنياً، وهذا ما ينعكس بدوره عبر حجم ضعيف للعمليات وتضم هذه المجموعة أسواق البلدان النامية وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على أثر سقوط الاتحاد السوفياتي، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا، وعلى سبيل المثال يمكن أن تصنف ضمن هذه المجموعة أسواق ساحل العاج، الأكوادور، غانا، غواتيمالا، الاتحاد الروسي<sup>(1)</sup>.

#### المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتميز الأسواق المالية الناشئة برسملة صغيرة، سيولة منخفضة، ودرجة تركيز كبيرة، كما أن لها أهمية كبيرة في تنوع محفظة المستثمر بما يضمن له تعظيم العائد، ولكن في المقابل يواجه مجموعة من المخاطر منها: عدم توفر القدر اللازم من السيولة ومخاطر سعر الصرف، بالإضافة إلى المخاطر الناجمة عن عدم القدرة على الحصول على المعلومات.

#### أولاً- سيولة السوق المالية الناشئة ودرجة تركيزها:

تتضح سيولة السوق المالية الناشئة وتركيزها من خلال مجموعة من المؤشرات أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية، والحيز الذي تشغله الشركات الأكثر أهمية (الأكبر حجماً) في تلك الرسملة.

**1- السيولة:** فالسيولة تعبير للإشارة إلى القدرة على سهولة شراء وبيع الأوراق المالية وسيولة الأصل المالي تمنح للمستثمر إمكانية تبادل مجموعات كبيرة من هذا الأصل بدون تأثير كبير على السعر<sup>(2)</sup>، وتقاس سيولة التداول في البورصة بالمقاييس الآتية<sup>(3)</sup>:

- نسبة إجمالي القيمة المتداولة إلى الناتج الإجمالي: هي النسبة بين مجموع الأسهم المتداولة في البورصة والناتج المحلي الإجمالي، ومجموع قيمة الأوراق المتداولة تقاس التداول المنظم للأسهم باعتباره نسبة من الناتج القومي، وبالتالي فإنه يكون انعكاساً إيجابياً للسيولة في الاقتصاد بوجه عام، ورغم أن رسملة السوق يمكن أن تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون محدوداً، ويلاحظ أنه في كثير من الأسواق الناشئة تكون قليلة

(1) - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 97.

(2) - David Grimbert Etatres , *Les marches émergents*, paris, 1995, p73.

(3) - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق الذكر، ص 26-28.

مقارنتاً بالأسواق المتقدمة، ويرجع ذلك إلى أنه في كثير من هذه الأسواق قد تكون هناك حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير متداولة في الواقع لأنها مملوكة للحكومة أو للبنوك أو للعائلات.

- معدل الدوران: هو النسبة بين قيمة إجمالي الأسهم ورسملة السوق، ومعدل الدوران يستكمل مقياس رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، فمن الممكن أن تكون هناك سوق صغيرة، ولكنها نشيطة إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، وتتميز الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران، وبالتالي اختلاف درجة النشاط.

**2- درجة التركيز:** تحسب درجة التركيز باستخدام حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول. والجدول الآتي يوضح رسملة وتركز الأسواق المالية الناشئة:

الجدول رقم (01-03): رسملة وتركز الأسواق المالية الناشئة في نهاية ديسمبر 1994

الأسواق	الرسملة (بملايين الدولارات)	حصة العشر مشاريع الأكبر حجما في الرسملة (%)	الحيز الذي تشغله الأوراق المالية العشرة الأكثر نشاطا في الرسملة (%)
الأرجنتين	36.860	41.7	47.7
البرازيل	189.280	34.5	36.4
كولومبيا	15.445	61.2	-
المكسيك	130.240	33.8	57.6
فنزويلا	4.110	73.8	80.7
البيرو	8.170	55.8	55.2
الصين	43.520	17.3	12.1
الهند	127.515	19.4	6.2
أندونيسيا	47.240	29.8	35.4
تايلندا	131.480	35.6	28.0
ماليزيا	199.275	29.6	13.5
البرتغال	16.248	51.1	52.6
هنغاريا	1.600	43.9	26.1
بولندا	3.060	46.8	33.5
زيمبابوي	1.828	61.4	62.1
الأردن	4.590	45.8	56.6

Source: E-Tchemeni, Marches émergents, encyclopé des marches financiers, paris, Economica, 1997, p918.

## ثانياً- الخطر والمردودية:

استناداً إلى النظرية المالية الحديثة فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد كلما أصبحت المخاطرة أكثر شدة.

**1- الخطر الناجم عن الاستثمار في أصل مالي:**

نتيجة ضعف الرسملة وقلة السيولة في الأسواق المالية الناشئة فإن إعادة توزيع المستثمرين لمكونات محافظهم الاستثمارية قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، لأن هذه الأسواق شديدة الحساسية سواء للمتغيرات الداخلية أو الخارجية، على سبيل المثال في فنزويلا كان لتقلبات أسعار البترول بالغ الأثر على أسعار البورصة التي ازدادت بمعدل سبعة أضعاف عند اندلاع حرب الخليج الثانية عام 1991، وبالتالي فعدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق المالية الناشئة تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار.

بالإضافة إلى خطر تقلب أسعار القيم المنقولة في السوق المالية الناشئة، هناك خطر السيولة الذي يرتبط بضيق السوق الناشئة، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلية. أما الخطر المقتصر على الأسواق المالية الناشئة فيعود إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، الحماية غير الكافية للمستثمرين فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية، الشفافية المحدودة في النظام المالي، غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، والجدول الآتي يوضح تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة مقارنة مع الأسواق المتقدمة.

الجدول رقم (01-04): مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية المتقدمة

التقلبات (%)	عدد الأشهر	الأسواق
68.07	60	الأرجنتين
81.68	60	البرازيل
45.36	24	الصين
35.09	51	أندونيسيا
41.01	45	باكستان
99.56	24	بولونيا
64.02	60	تركيا
69.74	59	فنزويلا
42.50	18	زيمبابوي
25.85	60	مؤشر IFCI
29.31	60	أمريكا اللاتينية
24.21	60	آسيا
36.78	60	أوروبا، الشرق الأوسط
-	-	الأسواق المتقدمة
12.41	60	الولايات المتحدة الأمريكية
18.18	60	أوروبا، أستراليا، الشرق الأوسط

Source: David Grimbert Etautres , Les marches émergents, op ;cit, p76.

2- المردودية المرتفعة في الأسواق المالية الناشئة:

إن الفارق المعياري للمردوديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة زيادة في المردودية، وهذه الأخيرة تتضح من خلال معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، ومن خلال الآفاق المستقبلية لأرباح المشاريع<sup>(1)</sup>. وترتبط مردوديات الأسواق الناشئة بعلاقة تبادلية ضعيفة مع مردودية الأسواق المتطورة، وقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية على أوراق مالية متداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة، ويرفع كذلك من مردوديتها، وهذا يعود جزئياً إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة، وبينها وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى، والجدول الآتي يبين ذلك:

الجدول رقم (01-05): عائد وخطر الأسواق المالية الناشئة في الفترة الممتدة من 1986 إلى 1996

الدولة	العائد السنوي	إجمالي الخطر	معامل الارتباط مع العالم
العالم	11.5	14.4	1
مؤشر IFC	13.8	22.7	0.38
الأرجنتين	33.2	87.2	0.02
البرازيل	13.3	62.3	0.11
شيلي	32.9	27.7	0.12
كولومبيا	31.1	31.7	0.05
اليونان	17.7	42.3	0.21
أندونيسيا	6.6	28.7	0.16
الهند	6.1	33.3	0.10
الأردن	4.8	15.6	0.18
كوريا	5.2	28.4	0.27
ماليزيا	17.1	25.2	0.53
الميكسيك	24.7	436.01	0.36
نيجيريا	17.6	53.9	0.06
باكستان	10.4	26.6	0.03

(1) - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 106.

0.32	33.9	22.6	الفيليبين
0.39	40.7	15.7	البرتغال
0.25	52.1	21.6	تايوان
0.39	32.7	20.3	تايلاندا
0.06	68.0	19.4	تركيا
0.06	46.5	19.2	فنزويلا
0.06	28.7	23.2	زيمبابوي

المصدر: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ص405-409.

### ثالثاً- تنظيم السوق المالية الناشئة:

تتضح ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي:

#### 1- استخدام أحداث تقنيات وبرامج المعلوماتية:

تظهر الأسواق المالية الناشئة تفاوتاً شديداً في مدى استخدامها للمعلوماتية، ففي حين أن بورصات سيول، سينغافورة، تايوان، بانكوك، ريو دي جنيرو<sup>(1)</sup>، تتمتع بأنظمة نقل ملكية ومقاصة وتسديد شبيهة بتلك التي تستخدم في الأسواق الأكثر تطوراً فإن أسواقاً أخرى في كل من أفريقيا وبعض بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية<sup>(2)</sup>، لازالت تستخدم تقنيات جد بدائية في إنجاز عملياتها، ويتوجب عليها بالتأكيد بذل المزيد من الجهود كي تتمكن من مواكبة التقدم الحاصل على هذا الصعيد.

#### 2- إعلام وحماية المستثمرين:

إذا كانت المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة تشكل عامل جذب للمستثمرين الدوليين، فإن الخطر المرتبط بانجاز العمليات يدفع إلى إيلاء اهتمام أقل بهذه الأسواق، وفي هذا السياق يظهر أن البلدان التي تعمل بمقتضى "مجموعة الثلاثين" فيما يتعلق بالمقاصة والاحتفاظ بالأوراق المالية (مؤتمنون مركزيون<sup>(\*)</sup>) على الأوراق

(1) - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 108.

(2) - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، مرجع سابق الذكر، ص 109.

(\*) المؤتمن المركزي: هو أحد المتدخلين في سوق الأوراق المالية، يتمثل دوره في فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات، إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

المالية، تسليم مقابل تسديد، مهلة تسديد بعد ثلاثة أيام من إعطاء الأمر بإجراء العملية) هي قليلة جداً. والتقييد بهذه الإجراءات يسهل بالتأكد من مهمة المحتفظين بالأوراق المالية، ويجذب المزيد من المستثمرين.

### 3- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه:

يقتضي تطوير السوق المالية تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود بهدف تنشيط المنافسة من جهة، والقيام بالضبط المطلوب دون التزوير وعدم الاستقرار من جهة أخرى، لكن يتضح أن القواعد المعتمدة في الأسواق الناشئة سواء في ما يتعلق بأداء النظام المالي أو بالاحتفاظ بالأوراق المالية أو بالضمان التي توفرها السوق أو أيضاً بنشر المعلومات ودقتها، ليست على المستوى الذي يتوافق مع المعايير الدولية.

### المطلب الثالث: عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة

ترجع زيادة قدرة الأسواق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى حدوث عدد من التغيرات الدولية، بالإضافة إلى إتباع هذه الدول لمجموعة من السياسات التي جذبت انتباه المستثمرين الدوليين، ودفعهم إلى توجيه رؤوس أموالهم لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية.

### أولاً- العوامل الداخلية:

تتمثل العوامل الداخلية في سياسات اتبعتها كثير من الدول النامية أدت إلى تنمية أسواقها المالية، ونذكرها في الآتي:

1- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول النامية، وأهم هذه البرامج برامج الخصخصة، التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة رصيلة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية<sup>(1)</sup>.

2- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض الدول النامية مثل كوريا، تايلاند، والتي حققت نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول.

3- إن وجود أسواق أوراق مالية ناشئة يقلل من فرصة هروب الأموال للخارج وخاصة تلك التي تخرج نظراً لعدم وجود أسواق مالية محلية تعطي بدائل استثمارية متعددة، وتوفر هذه الأخيرة في الأسواق الناشئة مع

<sup>(1)</sup> - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق الذكر، ص

ارتفاع العائد بها يترتب عليه ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة مرة أخرى، بل تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج<sup>(1)</sup>.

4- إصلاح القطاع المالي، حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة، والمتمثل في قيام الدول النامية بالتخلي عن الائتمان الموجه وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات.

5- تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة في كثير من الدول النامية، مما أدى إلى استقرار أسعار الصرف الذي يعد عنصرا مهما من عناصر جذب الاستثمار، فضلا عن تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق، ورفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية<sup>(2)</sup>.

### ثانيا- العوامل الخارجية:

ما ساعد العوامل الداخلية في التأثير على قرارات المستثمرين في الانتقال إلى هذه الأسواق مجموعة من العوامل الخارجية عن إرادة الدول النامية، يمكن ذكرها كالاتي:

1- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، ويشكل هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد، ولانخفاض أسعار الفائدة أثرين<sup>(3)</sup>:

- تقليل الحافز لدى المستثمرين لإبقاء أموالهم الاستثمارية داخل بلدهم.

- تحسين الجدارة الائتمانية للبلد المدين من خلال إنقاص القيمة الحالية المخصومة لمدفوعات خدمة الدين المقبلة على الديون المعدومة.

2- ولقد أدى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى المساهمة في تحسين كفاءتها، وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، وقد ساعد ذلك على نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة، وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق<sup>(4)</sup>.

3- تسهيل الدول المتقدمة دخول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها من خلال إتباع تدابير من شأنها تخفيض تكلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية فيها، ومن ثم تشجيع إصدار الأوراق المالية

<sup>(1)</sup> - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2003، ص ص129،130.

<sup>(2)</sup> - <http://nabdalg.7olm.org/t1393-topic>. consulté le 09/03/2011.

<sup>(3)</sup> - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق الذكر، ص ص19،20.

<sup>(4)</sup> - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سابق الذكر، ص ص114،115.

فيها لتلبية احتياجات الدول النامية الأمر الذي أدى إلى ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالميا نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة، وزيادة حجم الأموال المتوفرة لدى الدول المصدرة للبترو، مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> -<http://nabdalq.7olm.org/t1393-topic>. consulté le 09/03/20110.

### المبحث الثالث: السوق المالية الدولية

تتطلب إقامة سوق مالية دولية وجود عدد من الأسواق المحلية التي يمكن فيها للمقيمين حيازة قيم منقولة أجنبية، وتشكل هذه السوق الأرضية التي تحصل عليها العمليات المالية، وقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هامة خلال السنوات الأخيرة كماً من خلال حجم الإصدارات المحققة، ونوعاً من خلال الأدوات المالية الجديدة، والتغيرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والتقاص، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات لما لذلك من آثار إيجابية على سيولة الأسواق المالية وعمقها.

### المطلب الأول: التكامل والاندماج بين الأسواق المالية

يساعد التكامل والترابط بين الأسواق المالية على تطوير الأسواق الناشئة ورفع مستوى كفاءتها بما يحقق نوعاً من الاستقرار المالي وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

### أولاً- أسباب ومتطلبات التكامل والاندماج بين الأسواق المالية:

يوجد مجموعة من الأسباب تدفع الأسواق المالية سواء المتقدمة أو الناشئة نحو التكامل والاندماج فيما بينهما منها<sup>(1)</sup>:

1- انخفاض تكلفة الخدمات المالية المقدمة داخل السوق سواء كانت خدمات وساطة مالية أو استثمار، وذلك نتيجة لزيادة المنافسة بين مقدمي تلك الخدمات وزيادة عدد الأسواق.

2- زيادة الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى زيادة حجم التداول ومن ثم رفع كفاءة السوق وزيادة المنافسة بين الأسواق المالية المختلفة في جذب المستثمرين، توفر المزيد من الخدمات المالية، وارتفاع معدل العائد على الاستثمار نتيجة انخفاض تكلفة التمويل، إتاحة القدرة للمستثمر على تنويع استثماراته من خلال توفر أكثر من قناة للاستثمار في الأسواق المختلفة، تحسن مستوى الأداء الاقتصادي والتأثير الإيجابي على معدلات النمو والإنتاج.

3- على الأسواق المالية التي تسعى إلى التكامل والاندماج تحقيق مجموعة من المتطلبات نذكرها كالاتي:

3-1- تحقيق تبادل إقليمي مع الأسواق المالية المجاورة بما يعمل على بناء قواعد وأسس جيدة لدى السوق ودفعه نحو التطور والتكامل، وذلك مثل القيام بعمليات التسجيل الثنائية مع سوق أخرى أو الحصول على العضوية التدريجية مع الأسواق المالية المتكاملة.

3-2- توفر درجة عالية من التكامل الاقتصادي والسياسي والتنسيق بين القوانين والمعايير واللوائح المالية المتعلقة بالسوق.

(1)- Ruben Lee, **Promoting Regional Capital Market Integration**, oxford Finance Group, the Inter American Development Bank, 2000, p07.

3-3- تطوير الأسواق الساعية نحو التكامل والاندماج من خلال:

- أ\* امتلاك لوائح ومعايير محاسبية مقبولة إقليمياً ودولياً، بالإضافة إلى تأسيس قنوات منتظمة لتبادل المعلومات بين الأسواق المالية والسعي نحو الانفتاح الاقتصادي وتوفير الأموال الكافية لتحقيق التكامل.
- ب\* تطوير القطاع المصرفي وتوزيع الخطر بينه وبين سوق الأوراق المالية بما يؤدي إلى زيادة مستوى السيولة وتخصيص مصادر الأموال المتوفرة للاستثمار داخل السوق.
- ج\* تطوير دور الوسطاء الماليين المتمثلون في :

ج1- صناع السوق: هم جهات مرخص لها للعمل باستمرار على تحديد سعر سهم أو أكثر بهدف تحقيق طلب وعرض دائم ومستمر على السهم أو تلك الأسهم، ولا يهدف صانع السوق إلى تحقيق الربح، وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته<sup>(1)</sup>، حيث يمكنه تقديم الكثير من الخدمات للمستثمرين سواء المشترين أو البائعين وتسهيل عمليات البيع والشراء مما يعمل على زيادة مستوى السيولة داخل السوق وارتفاع مستوى الشفافية<sup>(2)</sup>.

ج2- بنوك الاستثمار: يمكنها القيام بمجموعة من الوظائف المختلفة داخل سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تقديم الاستثمار الأمثل، والمتمثل في خدمات التمويل المقدمة إلى الشركات أو الحكومات، والتي تعمل على توفير رأس المال اللازم للقيام بعمليات إصدار و طرح الأسهم وزيادة مستوى السيولة داخل السوق، كما تقوم بنوك الاستثمار بتقديم خدمات الاستثمار وخدمات الاستشارات المالية للشركات بجانب خدمات التمويل<sup>(3)</sup>.

ج3- المحللون الماليون: يلعب المحلل المالي دوراً هاماً في تقديم المعلومات اللازمة للمستثمرين وذلك من خلال قراءة التقارير المالية للشركات ومناقشات مجالس الإدارة وغيرها، ويواجه المحللون الماليون مجموعة من التحديات داخل الأسواق المالية الناشئة متمثلة في قلة المعلومات المتاحة داخل السوق وتأخر توقيت الإعلان عنها، وكذلك ارتفاع تكلفة الحصول على تلك المعلومات، كما يواجه المحللون الماليون داخل الأسواق المالية الناشئة تحدياً آخر هو نقص خبرة المحلل المالي التي تساعد على البحث والتحليل، وهناك ثمة تحدي آخر يواجه المحللين الماليين داخل السوق الناشئة وهو قلة عدد الشركات النشطة التي يتم تداول أسهمها داخل السوق مما يعني أن التنوع في عمليات البيع والشراء محدودة وتعرض الاستثمار للخطر.

(1) - رمضان الشراح، صناع السوق: التجربة الكويتية، اتحاد الشركات الاستثمارية بدولة الكويت، الكويت، 2006، ص02.

(2) - Reena Aggarwal, **Stock Market Development: Role of Securities Firms and New products**, Georgetown University, Washington D.C, the world Bank Group workshop on Bank financial Institutions: Development and Regulation, January-February 1999, Washington, p04.

(3) - Reena Aggarwal, **Stock Market Development: Role of Securities Firms and New products**, op-cit, p07.

ثانياً- النتائج المترتبة على تحقيق التكامل والاندماج بين الأسواق المالية:

يترتب على تحقيق التكامل والاندماج بين الأسواق المالية مجموعة من النتائج تتمثل فيما يلي:

- 1- رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، وتحسين عمق السوق الثانوية وزيادة مستوى السيولة داخل السوق، مما يساعد على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار داخل السوق سواء كانت استثمارات محلية أو أجنبية.
- 2- زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى تلك الأسواق نتيجة لظهور المنافسة بينها على جذب المستثمرين، وارتفاع مستوى الشفافية.
- 3- تحسين المعايير المحاسبية المستخدمة، حيث أن التكامل والترابط بين الأسواق المالية يحتاج إلى استخدام معايير محاسبية متوافقة تساعد على إنتاج بيانات ومعلومات مالية يمكن إجراء المقارنة بينها وفق أسس محاسبية سليمة بما يساعد المستثمر على اتخاذ قرار الاستثمار والتوجه إلى أي من هذه الأسواق.
- 4- يعمل رفع كفاءة السوق على رفع كفاءة المعلومات من حيث توفرها بشكل آني وفوري لكافة الأطراف ذوي العلاقة دون حجبتها عن أحد، وكذلك انخفاض تكلفة الحصول عليها.
- 5- يؤدي التكامل والاندماج بين الأسواق المالية إلى خفض أسعار تكلفة الخدمات المالية المقدمة مثل خدمات الوساطة المالية، وذلك نتيجة لكبر حجم السوق وزيادة المنافسة بين الوسطاء الماليين.
- 6- زيادة الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى زيادة حجم وقيمة التداول، ورفع كفاءة السوق وزيادة المنافسة بين تلك الأسواق ودفعها إلى الأمام.
- 7- توفر المزيد من المنتجات والخدمات المالية، وارتفاع عوائد الاستثمار، وذلك نظراً لانخفاض تكلفة التمويل والقدرة على تنوع الاستثمارات<sup>(1)</sup>.

(1)- Ruben Lee, Promoting Regional Capital Market Integration, op-cit, p11.

### ثالثاً- معوقات التكامل والاندماج بين الأسواق المالية:

يواجه التكامل والاندماج بين الأسواق المالية مجموعة من العوائق التي يمكن تقسيمها إلى<sup>(1)</sup>:

1- عوائق غير مباشرة: وتتمثل في التاريخ واللغة والثقافة، حيث تقف هذه العوائق أمام تحقيق التكامل والاندماج بين الأسواق المالية، ويمكن الإشارة إلى أن تلك العوائق غير موجودة في حالة تحقيق التكامل والترايط بين الأسواق المالية العربية، حيث يربط بين تلك الأسواق روابط الثقافة والدين واللغة، وإن كانت هذه العوامل تعد عوائق أو موانع للحد من عمليات التكامل، إلا أنها تعد عوامل مساعدة لتحقيق التكامل بين الأسواق المالية العربية.

2- عوائق مباشرة: تتمثل هذه العوائق في<sup>(2)</sup>:

- اختلاف تسعير الأسهم من سوق إلى أخرى داخل الأسواق المتكاملة مما يؤدي إلى انقسام السوق وعدم تفاعلها عبر الحدود الوطنية وكذلك خطر تبادل العملات، فعلى الدول الباحثة عن التكامل توحيد عملات التعامل في الأسواق كالسوق الأوروبية التي عملت على توحيد العملة قبل السعي نحو التكامل والاندماج حتى يمكنها القدرة على المنافسة.

- اختلاف المعايير المحاسبية المستخدمة من سوق إلى آخر، ما يؤدي إلى عدم القدرة على المقارنة بين البيانات المالية المتاحة داخل كل سوق من الأسواق الساعية نحو التكامل، بالإضافة إلى ذلك فإن انخفاض قيمة التداول وعدم توفر السيولة المطلوبة، واختلاف أنظمة المعلومات وأنظمة الضرائب تعد من العقبات الرئيسية التي تواجه التكامل والاندماج بين الأسواق المالية.

(1) - Reena Aggarwal, Stock Market Development: Role of Securities Firms and New products,op-cit,p09.

(2)- محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص156.

### المطلب الثاني: الأسواق الفرعية للسوق المالية الدولية

تساعد السوق المالية الدولية بما تملكه من أسواق فرعية في نقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر دون عوائق الحدود الجغرافية، حيث يسعى المستثمر إلى تحقيق الربح وتوفير ضمانات لأصحاب هذه الأموال من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية.

#### أولاً- سوق الإصدارات الدولية للسندات:

تتضمن سوق الإصدارات الدولية للسندات سوق الإصدارات الأجنبية وسوق اليورو-سندات-.

- سوق الإصدارات الأجنبية: تعبر الإصدارات الأجنبية عن إصدارات يقوم بها غير المقيم بواسطة مجموعة من البنوك، على أن تحرر بعملة الدولة التي حصل فيها الإصدار، وتوظف بشكل أساسي فيها، شرط التزام المصدر بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار.

- سوق اليورو-سندات-: اليورو سند هو ورقة مالية تستفيد من وضع ضريبي مميز ( يتمثل في الإعفاء من الاقتطاع الضريبي من المنبع، من جانب المصدر) وتصدر باليورو عملة بواسطة مجموعة دولية من البنوك، وتوظف خارج الدولة التي استخدمت عملتها في تحرير القرض.

وكان مركز سوق السندات الدولية نيويورك ثم انتقل إلى أوروبا الغربية، وذلك للأسباب الآتية<sup>(1)</sup>:

- فرض الضريبة الخاصة<sup>(\*)</sup> في الولايات المتحدة الأمريكية.
- انخفاض مشتريات الولايات المتحدة الأمريكية من الأوراق المالية الأجنبية.
- تطور اقتصاد أوروبا الغربية مع تزايد احتياطياتها من الدولارات الأوروبية.
- المستوى العالي من التطور في النظام المصرفي البريطاني، وعلاقته الواسعة مع كل المراكز المالية في شتى أنحاء العالم.

- الامتيازات الضريبية التي تمنحها بعض الدول الأوروبية.

ولفهم طريقة عمل سوق الإصدارات الدولية للسندات يجب التمييز بين أربع مراحل أساسية عند القيام بإصدار علني دولي:

<sup>(1)</sup> - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية -البورصات ومشكلاتها في عالم النقود والمال-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 232.

<sup>(\*)</sup> الضريبة الخاصة: رسم تأمين التعادل بين معدلات الفائدة.

## 1- المرحلة الأولى: المفاوضات التمهيديّة

في هذه المرحلة يقوم رئيس المجموعة المستقبلي بالتحري عن المقترضين المحتملين بهدف الحصول على تفويض من أجل القيام ببيورو -إصدار- وذلك من خلال:

1-1- تحديد نوعية المقترض: يقتصر عمل رئيس المجموعة هنا على التوجه إلى مقترضين يتمتعون بمصدقية جيدة، وبالنسبة للذين يتمتعون بتصنيف صادر عن إحدى وكالات التصنيف الائتماني (\*) يسهل توجيههم إلى الأسواق المالية الدولية بمجرد الحصول على تصنيف أعلى من BBB تبعاً لتصنيف Standard and poor's. أما الذين لا يتمتعون بتصنيف معترف به، فيفترض أن تكون وضعيتهم المالية مماثلة لتلك الخاصة بأفضل المقترضين الدوليين، غير أن ذلك لا يعفي رئيس المجموعة من القيام بتحليل مالي معمق لوضعية المقترض.

1-2- تحديد نموذج التمويل: من خلال تحديد نموذج القرض الذي يجيب بشكل أفضل على حاجات المقترض، وبالتالي تحديد نموذج الأصل المالي، وبعدها اختيار عملة تحرير القرض.

1-3- الإخراج المالي لحلول التمويل: وذلك بإعداد رئيس المجموعة اقتراحات تتعلق بال مبلغ، المدة، التكلفة التي تترتب على بعض صيغ الإصدار، مع التعهد بالالتزام بها، مرتكزا على ظروف السوق الحالية. وتتجسد ردود فعل المقترضين من خلال التفويض المعطى للبنك بتنظيم إصدار لقرض بالبيورو-سندات-، وبالتالي تكريس ذلك البنك كرئيس للمجموعة في العملية، وتمر عملية الإصدار بثلاثة تواريخ هامة (تاريخ الانطلاق بالإصدار، تاريخ تحديد الشروط، تاريخ الإقفال).

## 2- المرحلة الثانية: التوظيف الأولي البنكي

تمتد هذه المرحلة من تاريخ الانطلاق بالإصدار إلى تاريخ تحديد الشروط، حيث تقوم البنوك الدولية في هذه المرحلة بعملية الاكتتاب بالإصدار، ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من البنوك كالتالي:

2-1- رئيس المجموعة: يتحكم بمختلف مراحل الإصدار فهو يقود المناقشات مع المقترضين، وينظم استقرار سوق الأوراق المالية خلال وبعد الإصدار، لكن فيما يتعلق بالإصدارات الهامة يمكن أن يصل عدد

(\*) وكالات التصنيف الائتماني: هي شركات متخصصة في تقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو للحكومات، وقدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه، وهناك العديد من هذه الشركات أهمها Standard and poor's، Moody's، Fitch، وكلها شركات أمريكية المنشأ، بالإضافة إلى تلك التقديرات حول الجدارة الائتمانية للشركات أو الحكومات الصادرة عن هذه الوكالات تقوم هذه الأخيرة أيضا بنشر توقعاتها الاقتصادية لتلك الشركات أو الحكومات كـ بعض المؤشرات الاقتصادية مثل: ارتفاع أو انخفاض معدلات النمو، المديونية، عجز الموازنات، التضخم، الخ.

الرؤساء إلى أربعة، فأحدهم يتولى مهمة تجميع الطلبات وأمانة سر الإصدار، والآخر يمثل الوكيل المالي للمقترض، وأما باقي الرؤساء فيعرفون بـ Joint manager.

2-2- الضمانة: يقوم رئيس المجموعة (رؤساء المجموعة في حالة الإصدارات الهامة) بضمان تحقيق الغاية من الأوراق المالية المصدرة، أي في حال التوظيف السيئ لدى الجمهور فإن موظفي الأوراق المالية يتجهون إلى الضمانة التي تقوم بشراء كل ما هو غير مباع.

2-3- التوظيف: يتمثل أعضاء هذه المجموعة في البنوك المدعوة من قبل رئيس المجموعة للمشاركة في توظيف الأوراق المالية، وينحصر دورهم في جعل المستثمرين النهائيين يكتبون بالقرض.

### 3- المرحلة الثالثة: تحديد الشروط وتخصيص الأوراق المالية

تسمح مقارنة الشروط الأولية للقرض مع تلك التي تسود في السوق لرئيس أو لرؤساء المجموعة بإعداد الشروط النهائية التي سيخضع أو سيخضعون لها وسيوافق عليها المقترض، ويمكن أن تكون هذه الشروط متطابقة تماما مع الشروط الأولية التي نُص عليها يوم إطلاق الإصدار، كما يمكن أن تُعدل على أثر تطور الطلب أو تغير معدلات الفائدة في السوق ويكون التعديل في سعر الإصدار أو المبلغ المصدر، أو فيهما معا، وعلى وجه أقل استخداما عبر إعادة النظر بالقسيمة، ولكن بشرط أن يتقيد رئيس المجموعة بعبئة معينة، بحيث أن الفارق بين سعر الإصدار وسعر الأوراق المالية في السوق الثانوية لا يصبح أدنى من العمولات التي تتلقاها البنوك الموظفة.

### 4- المرحلة الرابعة: التوظيف العلني وإقفال الإصدار

يقوم رئيس المجموعة بمراقبة نشاط البنوك الموظفة في الشراء الفعلي للأوراق المالية التي كان قد تم التحقق من وجودها من خلال الضمانة وضبط السوق، بالإضافة إلى إقفال الإصدار من خلال تحويل أعضاء الضمانة المبالغ المقابلة للأوراق المالية، وفي المقابل تتلقى البنوك الموظفة الأوراق المكتتب بها التي ستنتقل لاحقا إلى المستثمرين النهائيين.

### ثانيا- سوق الإصدارات الدولية للأسهم:

لم تشهد سوق الأسهم الدولية انطلاقا حقيقيا إلا مع بداية العقد السابق، حيث تتشابه الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات الدولية للأسهم مع الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات الدولية للسندات إلى حد بعيد، والاختلاف الوحيد بينهما يتأتى أساسا من طبيعة الأصول المالية المصدرة.

وتتضمن السوق الدولية للأسهم حسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية مجموعتين من الأسهم هي: اليورو-أسهم، وباقي الأسهم الدولية، فالمجموعة الأولى تخصص للأسهم الجديدة التي توظف في سوق تختلف عن السوق المحلية للمصدر، أما المجموعة الثانية فهي أوراق عادية للمشاريع كما تتضمن أوراق مالية

مميزة أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات مع حقوق شراء أسهم أو أوراق مشاركة شبيهة بالأسهم.

أما الهدف من عرض الأسهم الدولية فيتمثل في:

- إيجاد المساهمين الأوائل للمشروع على قاعدة دولية.

- تعزيز رؤوس الأموال الذاتية للمصدر، وتوسيع دائرة مساهميه.

يتطلب إصدار الأسهم الدولية وتوظيفها إنشاء Syndicat إصدار التي تقوم بتأمين الاتصال بين المستثمرين الدوليين ضمن أفضل الشروط الممكنة.

### 1- وظائف اتفاق القرض المشترك Syndicat الإصدار وحقوقها:

بخصوص Syndicat الإصدار هناك ثلاث وظائف يجب القيام بها من طرف بيوت الأوراق المالية أو البنوك الأعضاء، تتمثل في<sup>(1)</sup>:

- تنسيق (تنظيم) الإصدار.

- ضمانة الإصدار (الالتزام البات بالاكتاب الكامل): هذه الوظيفة تضمن للمصدر، أيّاً تكن السوق،

الحصول على كامل رؤوس الأموال التي ينتظرها من الإصدار، وترتبط ضخامة مجموعة الضمانة بحجم الإصدار وبالخطر المدرك أو المرتقب.

- توظيف الأسهم.

- اختيار رئيس المجموعة يعتبر عنصراً أساسياً في كل عملية إصدار، وهذا الاختيار يتأثر بأهداف التوظيف وبدرجة توزع المساهمين المرغوب بها.

يتلقى Syndicat الإصدار عمولات يقوم المصدر بتسديدها، غير أن المبلغ الفعلي الذي يتلقاها كل بنك أو بيت للأوراق المالية مشترك في التوظيف يرتبط بكيفية التوزيع، وبالذور الذي يلعبه مختلف المشاركين، بالإضافة إلى أن هذا المبلغ يرتبط بوضعية السوق، درجة المنافسة بين الوسطاء المحتملين، والخطر المتعلق بالمصدر، وبشكل عام فإن عمولة التوظيف تمثل 60% من مجموعة العمولات<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، مرجع سابق الذكر، ص 200.

<sup>(2)</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، مرجع سابق الذكر، ص 201.

## 2- واقع الاستثمار في السوق المالية الدولية:

يتميز التعامل في السوق المالية الدولية بالمخاطر الآتية<sup>(1)</sup>:

- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للاستثمارات في الأسواق المالية الدولية وخاصة قصيرة الأجل منها.
  - مخاطر التعرض للمضاربات في السوق.
  - مخاطر هروب رؤوس الأموال المحلية.
  - مخاطر غسيل الأموال.
  - إضعاف السيطرة على السياسات الوطنية في مجالات السياسة النقدية والمالية.
- وهكذا استأثرت القوى العظمى للاستثمار بثروات العالم وأسواقه، وساعدها في ذلك تطور شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي يوفرها التقدم التقني الهائل في ربط الأسواق المالية العالمية، مما يسمح للمستثمرين بالاستجابة للتطورات التي تحدث في الأسواق بصفة آنية، وبسبب ارتفاع التكاليف اللازمة للاستثمار إلى جانب حاجة رؤوس الأموال إلى توسيع نشاطاتها وعدم قدرة الادخارات من الجانب الآخر لتلبية حجم الاستثمارات المطلوبة، هذا ما شجع على ممارسة العمليات المصرفية والمالية على نطاق واسع، ومن ثم تسريع حركة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود مما ساعد على اتساع نطاق التعامل بالأوراق المالية بأنواعها المختلفة لتتحول أجزاء من حجم رؤوس الأموال المتداولة إلى المضاربة عالميا في أسواق العملات والأوراق المالية.

### ثالثا- آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية:

يمكن للمستثمر في السوق المالية الدولية أن يُفاضل بين إحدى الطريقتين التاليتين لدخول السوق هما: طريقة التوظيف الأوروبية، وطريقة Book building.

#### 1- طريقة التوظيف الأوروبية:

تتميز طريقة التوظيف الأوروبية بوجود فترة التوظيف الأولي المصري، وبعدها يتم إنشاء "مجموعة ضمانة"، بحيث تضمن هذه الطريقة توظيف حجم معين من الأوراق المالية بغض النظر عن ظروف السوق عن طريق اتفاق رئيس مجموعة الإصدار والمصدر على حجم الإصدار، وعلى السعر الذي ستعرض به الأوراق المالية على المستثمرين، وفي تحديد السعر نذكر نقطتين هامتين:

- إذا كان التوجه إلى السوق للمرة الأولى، فتحديد السعر سيكون شديد الدقة.

<sup>(1)</sup> - عبد الرسول عبد جاسم، سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار.

- أما إذا كان التوجه إلى السوق لزيادة رأس المال، فإن المصدر سيلجأ إلى سعر السوق لكي يحدد هامش السعر المقبول مبدئياً. وهناك توجه طبيعي لكي يكون السعر أدنى بقليل من السعر الجاري، أو متاح في الواقع حلول وسطية توفق بين إدارة الحصول على السعر الأفضل الممكن بالنسبة للمصدر وبين الرغبة في تلبية طلبات المستثمرين النهائيين، خصوصاً إذا كانت هناك إصدارات لاحقة. بعد تحديد الإصدار، ينقل أعضاء مجموعة التوظيف طلباتهم، ومن ثم تقوم مجموعة الإدارة بتوزيع الأسهم، وبيعها في السوق الثانوية.

تعرضت طريقة التوظيف الأوروبية للعديد من الانتقادات، كالاتي:

- تُنشئ فترة التوظيف الأولي المصري (ما قبل التوظيف العلني) حالة من التردد المرتبط بتقلبات الأسواق بين تاريخ إطلاق العملية وتاريخ التسليم الفعلي للأوراق المالية.
- ارتفاع عمولة الضمانة.
- نقص في الدقة عند التوزيع لأن رئيس المجموعة لا يمكنه أن يقدر الطاقة الفعلية لأعضاء مجموعة التوظيف، فقد يكون هدف بعض الأعضاء من طلبهم الاكتتاب في الأوراق المالية هو تلقي عمولة التوظيف فقط، وذلك بالتخلص من الأوراق المالية الفائضة في السوق الثانوية.

## 2- تقنية Book building:

تهدف تقنية Book building إلى مراقبة أفضل لقدرة التوظيف الفعلية لبيوت الأوراق المالية، وذلك عن طريق إرغام هذه الأخيرة لعملائها على توقيع عقود تعهد بالأسعار فيما يتعلق بالأوراق المالية المراد الاكتتاب فيها، وتسجل في سجلات رؤساء المجموعات، هذا ما يساعدهم على تكوين فكرة عن النوايا الفعلية للمستثمرين من استثمار أو مضاربة.

اشتهرت تقنية Book building خاصة بعد استخدامها من طرف S.G.Warburg، وفي المقابل تعرضت لانتقادات من قبل البنوك وبيوت الأوراق المالية التي لم يتح لها أن تكون رؤساء مجموعات، كالاتي:

- تفرض تقنية Book building درجة عالية من الشفافية، مما يؤدي إلى اطلاع رؤساء المجموعات على المعلومات الخاصة بعملاء البنوك وبيوت الأوراق المالية الأعضاء في المجموعة، من دون أن يحصل العكس.
- ضئيل مردودية عملياتها، هذا ما يقود إلى تعزيز التركيز.

## المبحث الرابع: ملامح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2007

بينما كان النظام الاقتصادي العالمي والمالية كجزء منه يسعى إلى تعميق العالمية، وإذا بالأزمة المالية تعصف به لتشجع على إعادة النظر في كيفية التمويل والهياكل المستخدمة لذلك، بالإضافة إلى الدعوة لتفعيل التمويل الإسلامي في النظام المالي العالمي الجديد.

## المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية لعام 2007

شهد العالم بصفة عامة، والولايات المتحدة الأمريكية بصفة خاصة أزمة مالية عنيفة انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية في مختلف دول العالم، ولم تعد الأزمة المالية جزئية تقتصر على العقارات بل أصبحت شاملة تؤثر مباشرة على الاستهلاك الفردي الذي يشكل ثلاثة أرباع الاقتصاد الأمريكي، وهو بالتالي الأساس الذي ترتكز عليه حسابات معدلات النمو، وقد نتجت الأزمة المالية بالتفاعل مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة الأمريكية من مشاكل خطيرة في مقدمتها عجز الميزانية واختلال الميزان التجاري وتفاقم المديونية الخاصة والعامة، بالإضافة إلى الارتفاع المستمر لمؤشرات البطالة والتضخم.

## أولاً- طبيعة الأزمة المالية وأنواعها:

يعتبر مصطلح الأزمة المالية من أكثر المصطلحات تداولاً في الأدبيات الاقتصادية، نظراً لخطورة هذه الأزمات على الأوضاع الاقتصادية للدول، وخاصة على الجانب المالي منها.

## 1- مفهوم الأزمة المالية:

لا يوجد تعريف محدد للأزمة المالية، لكن يمكن القول بأنها اضطراب حاد ومفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، سواء كانت مادية أو مالية أو حقوق ملكية للأصول المالية (المشتقات المالية)<sup>(1)</sup>، أو هي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول<sup>(2)</sup>.

وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن تفاقمها يؤدي إلى آثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي كتضييق الائتمان، وبالتالي انخفاض الاستثمار الذي يؤدي إلى أزمة اقتصادية، بل حتى إلى ركود اقتصادي<sup>(3)</sup>.

(1) - محمد يوسف القريوبي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص28.

(2) - عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص200.

(3) - عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص19.

## 2- أنواع الأزمات المالية:

بما أن الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى، فالأزمات المالية يمكن تصنيفها كالآتي:

### 2-1- الأزمات المصرفية:

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، في حين أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي تتوافر لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

### 2-2- أزمات العملة وأسعار الصرف:

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة فائقة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة، وبعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش، بل قد تصل إلى درجة الكساد.

### 2-3- أزمات أسواق المال:

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الانخفاض، ومن ثم تبدأ حالات القلق في الظهور فتتخفف الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

ثانياً- مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007:

تنشأ الأزمة في أية لحظة، وفي ظروف مفاجئة نتيجة عوامل داخلية أو خارجية تُنشأ نوعاً من التهديد للدولة أو المنشأة أو الفرد.

يمكن تلخيص مراحل حدوث الأزمة المالية التي ظهرت بداية عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية في الجدول الآتي:

الجدول رقم (01-06): مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007

التاريخ	الحدث
فيفري 2007	عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، فأصبح يتراكم في الولايات المتحدة الأمريكية ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
جوان 2007	- إعلان بنك الاستثمار الأمريكي (Stearns Bear) عن خسائر قروض الرهن العقاري وأصبحت البنوك حذرة من بعضها البعض، ولا تقدم قروضا إلا مع تحفظ كبير وبمعدلات جد مرتفعة. - تدخل البنوك المركزية (البنك الفيدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك اليابان، البنك الإنجليزي) بقوة من خلال منح قروض بقيمة 400 مليار أورو في شكل سيولة (دولار، أورو، ين، ليرة) للمؤسسات المصرفية.
أوت 2007	- تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة. - تدخل البنوك المركزية لدعم سوق السيولة مثلاً: ضخ البنك المركزي الأوروبي 94.8 مليار يورو من السيولة، بالإضافة إلى ضخ الخزانة الفيدرالية الأمريكية لـ 24 مليار دولار.
سبتمبر 2007	إقراض بنك إنجلترا بنك (Nothorn Rock) لتجنبه الإفلاس.
من أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007	إعلان عدة بنوك كبرى انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري مثلاً: إعلان بنك (U.B.S) السويسري عن انخفاض قيمة موجوداته بـ 4 مليار فرنك.
جانفي 2008	تخفيض الاحتياطي التحادي الأمريكي (البنك المركزي) معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة لتصل إلى 3.5% ، وهو إجراء ذو حجم استثنائي، قم جرى التخفيض تدريجياً إلى 02% بين شهري جانفي وأفريل.

17 فيفري 2008	تأميم الحكومة البريطانية لبنك (Nothern Rock).
16 مارس 2008	إعلان البنك الأمريكي (Chase Jp Morgan) شراءه بنك الأعمال الأمريكي (Stearns Bear) الذي يعاني من صعوبات.
جوان 2008	زيادة الضغط على مؤسستي (Freddie Mac) و (Fannie Mae) ، وإعلان الخزانة الأمريكية عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.
07 سبتمبر 2008	وضع وزارة الخزانة الأمريكية كل من "Freddie Mac" ، "Fannie Mae" المختصتان في مجال قروض الرهن العقاري تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة مآلتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200مليار دولار.
15 سبتمبر 2008	- اعتراف بنك الأعمال "Lehman Brothers" إفلاسه بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية، وهو بنك "Bank of America" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "Merrill Lynch". - اتفاق عشرة بنوك دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات الإقراض.
16 سبتمبر 2008	تأميم الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية أكبر مجموعة تأمين في العالم "AIG" المهتدة بالإفلاس من خلال منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
17 سبتمبر 2008	- تواصل تدهور البورصات العالمية، والإقراض يضعف النظام المالي. - تكشف البنوك المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
18 سبتمبر 2008	- شراء البنك البريطاني "Loyds Bank plc" لمنافسة شركة "HSBC" للخدمات المصرفية المهتدة بالإفلاس. - إعلان السلطات الأمريكية عن إعدادها لخطة بقيمة 700مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها غير القابلة للبيع.
19 سبتمبر 2008	- توجيه الرئيس الأمريكي نداء بشأن خطة إنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.
23 سبتمبر 2008	- تمحور المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك حول الأزمة

المالية. - تضاعف قلق الأسواق المالية أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.	
26 سبتمبر 2008 - انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "Fortis" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. - شراء بنك "J.p.Morgan" منافسه "Washington Mutual Bank" بمساعدة السلطات الفيدرالية.	
28 سبتمبر 2008 - الاتفاق على خطة الإنقاذ الأمريكية في الكونغرس. - تعويم "Fortis" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولكسمبورغ في أوروبا. - تأمين بنك "Bradford" في بريطانيا.	
29 سبتمبر 2008 - رفض مجلس النواب الأمريكي خطة الإنقاذ. - انهيار بورصة وول ستريت بعد تراجع البورصات الأوروبية بشدة. - تواصل ارتفاع معدلات الفائدة بين البنوك مما أدى إلى منعها من إعادة تمويل ذاتها. - إعلان بنك "Chase City Group" الأمريكي شراءه لمنافسة بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية.	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

1- محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث، مرجع سابق الذكر، ص ص 271-274.

2- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، 2008، ص 28.

3- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية "محاولة للفهم"، ص ص 19، 20، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

[http://www.iid\\_alraid.com](http://www.iid_alraid.com) consulté le 10/05/2011

4- المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aljazeera.net> consulté le 10/05/2011

### المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2007

لقد أخذت تداعيات الأزمة المالية العالمية تتفاقم منذ شهر أوت 2007، ويؤكد الكثير من الاقتصاديين أن الأسوأ في هذه الأزمة كان خلال الربع الأول ونهاية الربع الثالث وبداية الربع الرابع من عام 2008.

#### أولاً- تأثير الأزمة المالية العالمية لعام 2007 على الاقتصاد العالمي:

أكد صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أن الأزمة المالية العالمية ستطول اقتصاد جميع الدول، ولكن بنسب متفاوتة، فقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008.

#### 1- الآثار السلبية:

أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من القلق في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، بالإضافة إلى تراجع معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، نتيجة تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة<sup>(1)</sup>، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، هذا ما دفع بالبنوك المركزية إلى ضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة.

#### 2- الآثار الإيجابية:

تعتبر سرعة تحول الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي، إلى أزمة سيولة وأزمة ائتمانية، أمراً زاد من مخاطر حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي، والذي ظهرت مؤشرات حدوثه في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي والصين، وما يحمله ذلك من تباطؤ في نمو الطلب العالمي، هذا الوضع أدى إلى خروج المضاربين من أسواق العقارات وأسواق البترول وأسواق المعادن والسلع الرئيسية، لأن كل العوامل المذكورة سابقاً أدت إلى انخفاض في أسعار العقارات والبترول والمعادن والسلع الرئيسية، علماً أن المضاربات التي كانت تحدث في أسواق هذه الأخيرة كانت أحد العوامل الرئيسية خلف الارتفاع الحاد في أسعار هذه الأسواق قبل الأزمة.

وسيؤدي انخفاض الأسعار إلى تخفيض الضغوط التضخمية عالمياً، وهذا أحد النتائج الإيجابية للأزمة، أما النتيجة الأخرى فهي المطالبة بوضع نظام مالي عالمي جديد يجنب العالم الوقوع بأزمات مالية أخرى، ويحقق الاستقرار في الأسواق المالية العالمية.

<sup>(1)</sup> - خالد عبد الرحمن البسام، آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، بحث مقدم للغة التجارية بجدة، نوفمبر 2008، ص 02.

**ثانيا- تأثير الأزمة المالية العالمية لعام 2007 على ماليزيا والبحرين:**

تأثر الاقتصاد الماليزي والاقتصاد البحريني كباقي الاقتصاديات بالأزمة المالية العالمية لعام 2007، حيث انخفض النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية، هذا ما أدى إلى انخفاض الطلب على السلع التي تستوردها الدول الصناعية من الدول النامية، وهي السلع التي تصدرها هذه الأخيرة، وفي المقابل انخفض الاستثمار الأجنبي الذي كان يتدفق من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، رغم أن هذا الاستثمار لم يكن مجديا اقتصاديا للدول النامية في الكثير من الأحيان.

**1- ماليزيا بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2007:**

تأثر الاقتصاد الماليزي سلبا بأزمة الاقتصاد العالمي الأخيرة، إلا أن تأثيره يعد أخف ضررا مقارنة بالدول المجاورة.

**1-1-الواقع الاقتصادي في ظل أزمة 2007:**

يرتكز الواقع الاقتصادي على النمو الإجمالي للإنتاج والاستثمار، حيث عرف النمو الإجمالي للإنتاج تراجع إلى أدنى مستوياته ليصل إلى نسبة 3.5% وهذا راجع إلى تدهور الصادرات الذي يؤثر بشكل مباشر على واردات الدولة، مع العلم أن صادرات ماليزيا تعتمد على وارداتها.

أما بالنسبة للاستثمارات الأجنبية بماليزيا فقد عرف تراجع في السنوات العشر الأخيرة مقارنة بالثمانينات وبداية التسعينات وسبب هذا التراجع هو وجود منافسين في السوق الإقليمية، ومن جهة أخرى فإن واقع التبادلات الاستثمارية والتجارية بين ماليزيا ودول الشرق الأوسط في تزايد مستمر، وخاصة بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، مع العلم أن ماليزيا تعد من أكبر الشركاء التجاريين في منظمة دول العالم الإسلامي.

جدول رقم ( 01-07 ): صادرات وواردات ماليزيا لعام 2007

الوحدة: مليار رينجت

واردات ماليزيا من	صادرات ماليزيا إلى	
8.6	8.8	الشرق الأوسط
2.1	4.8	الإمارات العربية المتحدة
3.3	1.2	المملكة العربية السعودية
1.6	1	إيران
0.6	0.2	عمان

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على:

<http://www.aljazeeraatalk.net/node/3515> consulté le 18/02/2013

وفيما يتعلق بالعلاقات الاقتصادية والتجارية بين ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية فإن إحصائيات البنك المركزي الماليزي تشير إلى أن حجم الصادرات إلى الولايات المتحدة الأمريكية تراجع إلى 16.5% بعد أن كان 18%، كما أن حجم الواردات تراجع إلى 11.3% بعد أن كان 13.7%.

### 1-2- التأثير في سوق الأوراق المالية:

أدت الأزمة إلى ابتعاد المستثمرين عن المخاطر والاتجاه نحو الأصول المالية عالية الجودة ومنخفضة المخاطر مثل سندات الخزنة، مؤدية بذلك إلى انخفاض حاد في العائد على هذه السندات، كما تراجعت مستويات السيولة في أسواق التعامل ما بين البنوك، حين أحجمت البنوك عن التعامل مع بعضها البعض مما أدى إلى انهيار بعض البنوك التي لم تكن معرضة للقروض الإسكانية رديئة الجودة، كما تراجعت أسواق الأسهم بشكل حاد بسبب الخسائر التي تعرضت لها المؤسسات المالية والشركات العقارية، وبسبب نقص السيولة اللازمة لتمويل الاستثمار في الأسهم، على العكس من ذلك أقدم المستثمرون على بيع الأسهم والتحول نحو الودائع وسندات الخزنة بسبب عدم الرغبة في التعرض إلى المخاطر السوقية.

أما عن أثر الأزمة على أسواق العملات فهو غير واضح، إلا أن أحد نتائج الأزمة هو قيام تجار العملات بجل مراكزهم الطويلة في العملات ذات الفائدة المرتفعة مما أدى إلى تراجع هذه العملات بما في ذلك الدولار الأسترالي الذي انهار في أكتوبر 2008، ويعتقد الكثيرون أنه من المفروض أن تؤدي الأزمة إلى انهيار الدولار الأمريكي، ولكن ما حدث هو العكس، إذ ارتفع الدولار مقابل العملات الأخرى باستثناء الين، وهناك العديد من العوامل التي تفسر ارتفاع الدولار منها: العوامل الدورية، وتدفقات الاستثمار الخارجي المباشر إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وتضاؤل إمكانية تخفيض معدلات الفائدة الأمريكية، وقيام

المستثمرين الأمريكيين بتسهيل استثماراتهم في الأسواق الأجنبية لتجنب المخاطر والحصول على سيولة دولارية<sup>(1)</sup>.

ما حدث من تراجع في أسواق الأسهم والعملات وتداولات البورصة أثرت في العديد من دول العالم، ولعل تأثيرها على الأسواق المالية الماليزية يعد أخف ضرراً، بالرغم من أن الولايات المتحدة الأمريكية من أهم الشركاء التجاريين لدى ماليزيا.

فبالنسبة للأوراق المالية الماليزية في هذه الأزمة تعتبر أفضل بكثير من نكسة 1998، ويرجع ذلك إلى التخطيط الاقتصادي للحكومة الماليزية في وضع إطارات قانونية لطلبات الاستثمار والأمن المالي منذ تلك الفترة، يعني أن تلك الخطط الإستراتيجية هي التي قللت من حجم تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاد البلاد، إضافة إلى أن الاحتياطات الاقتصادية التي تتجاوز 1000 مليار مقارنة بعام 1998، إذ كان احتياط الدولة لا يتجاوز 20 مليار<sup>(2)</sup>.

## 2- تأثير الأزمة المالية العالمية لعام 2007 على أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي:

كما هو الحال في باقي دول العالم تأثرت المؤسسات المالية في الدول العربية وعلى الأخص في دول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة عن طريق عدد من القنوات هي<sup>(3)</sup>:

- التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية في الولايات المتحدة الأمريكية.

- التعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية.

- تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية العربية.

تأثرت أسواق الأسهم بالأزمة، إلا أن انخفاض التداول في هذه الأسواق يعكس عوامل محلية إضافة إلى تأثير انهيار الأسواق العالمية.

(1) - عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، بيروت، 23-25 مارس 2009، ص 05.

(2) - <http://www.aljazeera.net/node/3515>. consulté le 10/11/2011.

(3) - عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، مرجع سابق الذكر، ص 06.

جدول رقم ( 01-08 ): التغيرات في أسعار الأسهم خلال الفترة 2007/01/02-2008/12/31

السوق	المشاهدة الأولى	المشاهدة الأخيرة	أعلى قيمة (الشهر/السنة)	التغير إلى أعلى قيمة (%)	التغير من أعلى قيمة (%)
أبوظبي	100	79.75	171.81 (2008/6)	71.81	-53.38
البحرين	100	81.04	130.39 (2008/6)	30.39	-37.84
قطر	100	91.23	177.33 (2008/6)	77.33	-45.46
دبي	100	39.66	152.52 (2008/1)	52.52	-73.99
الكويت	100	77.84	156.58 (2008/6)	56.38	-50.28
عمان	100	96.72	215.25 (2008/6)	115.52	-55.06
السعودية	100	60.26	149.26 (2008/1)	49.26	-59.62
الو.م.أ	100	70.54	113.54 (2007/10)	13.54	-38.04

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، مرجع سابق الذكر، ص 08.

جدول رقم (01-09): معاملات الارتباط والانحراف المعياري

السوق	معامل الارتباط مع الولايات المتحدة الأمريكية	الانحراف المعياري للتغير المئوي في أسعار الأسهم
أبوظبي	0.18	1.52
البحرين	0.34	0.71
قطر	0.09	1.89
دبي	0.55	2.10
الكويت	0.34	0.90
عمان	0.00	4.80
السعودية	0.52	1.96
الو.م.أ	1.00	1.81

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، مرجع سابق الذكر، ص 09.

يوضح الجدول السابق معاملات الارتباط بين الأسواق الخليجية وسوق الولايات المتحدة الأمريكية، ويظهر أن هذه المعاملات ليست مرتفعة وتختلف من سوق إلى آخر، إذ تتراوح بين 0 في عمان كأدنى مستوى، و0.55 في دبي كأعلى مستوى، كما أن الانحراف المعياري لمعدل تغير أسعار الأسهم يختلف من حالة إلى أخرى، حيث أن الانحراف المعياري لأسعار الأسهم في بعض الدول الخليجية يبلغ ثلاثة أمثال الانحراف.

### المطلب الثالث: خطط الإنقاذ وإصلاح النظام المالي العالمي

أثبتت الأزمة المالية حاجة النظام المالي العالمي إلى الإصلاح، فقد ترددت المطالبة بإعادة النظر في مؤسسات بريتون وودز، أي إعادة التفكير في هياكل ووظائف المنظمات التي أنشئت بمقتضى هذه الاتفاقية.

#### أولاً- خطة الإنقاذ المالي الأمريكية:

سارعت الدول الغربية وفي مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية إلى إيجاد حل للأزمة تمثل في إعداد خطة تضمنت مجموعة من الإجراءات، أشرفت على تطبيقها أربع مؤسسات في مهلة قصوى تنتهي في 31 ديسمبر 2009، مع إمكانيات تمديدها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتان اعتباراً من تاريخ إقرار الخطة.

#### 1- بنود خطة الإنقاذ المالي الأمريكية:

تضمنت خطة الإنقاذ المالي ما يلي:

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة سبعمائة مليار دولار، وتكون مرتبطة بالرهن العقاري.
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة الأمريكية إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، وبملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق النقض على عمليات الشراء، والتي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمائة مليار دولار.
- تساهم الدولة الأمريكية في رؤوس أموال وأرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات للمودعين من مائة ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة سنة واحدة.
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو مائة مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات
- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم
- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسمائة ألف دولار.
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.

- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضور الاجتماعات الدورية في الخزانة، وذلك لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.
- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

## 2- تقييم خطة الإنقاذ:

تعرضت خطة الإنقاذ إلى العديد من الانتقادات، وكان منطلقها أنه من الناحية الإيديولوجية لا ينبغي للحكومة أن تتدخل في مسار السوق لأن تاريخ وفكرة الاقتصاد الحر يقومان على ترك المؤسسات الخاصة تواجه نتائج قراراتها، فتدخل الدولة المباشر في الأسواق يشبه الاقتصاد الموجه في الدول الاشتراكية.

## 2-1- مبررات الفريق المؤيد لخطة الإنقاذ:

- يرى بعض الاقتصاديين أن الخطة تقدم حلا شاملا من خلال إنقاذ الوضع المالي، وضمان عدم انتقال المشاكل التمويلية إلى الشركات لتقتصر على القطاع المالي فقط.
- تضمن الخطة استمرارية الثقة في البنوك الأمريكية.
- تقدم الخطة علاجا للمشاكل من حيث معاقبة من كانوا مسئولين، ثم إيجاد الحلول لسد الثغرات المتعلقة بارتفاع أسعار العقارات بعدما انسقت البنوك خلف الأسعار المرتفعة، كما تؤكد ضرورة تحديد دور أسواق المال والمضاربات بالنسبة للبيع الآجل للأوراق المالية.
- تساعد الخطة شركات القطاع المصرفي، لأن نظام التأمين على الودائع في أمريكا يغطي ودائع الأفراد فقط ولا يوجد تعويضات للشركات.

## 2-2- مبررات الفريق المعارض لخطة الإنقاذ:

- يرى الكثير من الأمريكيين أنه يتعين على بورصة وول ستريت أن تقوم بحل مشاكلها بنفسها.
- يعتقد الكثير من الأمريكيين بأنه لا يوجد ضمانات كافية لإنجاح الخطة، ويعتبرونها تبديدا للأموال العامة.
- ستفيد الخطة البنوك على المدى القصير في التخلص من أعباء الديون المعدومة والاستثمارات العاطلة، لكن مع وجود شكوك في إمكانية أن تعود أسعار هذه الأصول إلى الارتفاع في المستقبل.
- الخطة ستمنح الإدارة الأمريكية هامشا كبيرا في تحديد المؤسسات المالية التي ستستفيد منها، بدون استبعاد صناديق الاستثمار التي تنطوي على مجازفات.

ثانياً - فعاليات قمة العشرين:

انعقدت قمة مجموعة العشرين في واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية يومي 15، 14 نوفمبر 2008 بحضور رؤساء 19 دولة (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، بريطانيا، كندا، فرنسا، الصين، الهند، إيطاليا، المكسيك، روسيا، أندونيسيا، كوريا الجنوبية، تركيا، السعودية، جنوب إفريقيا، أستراليا، البرازيل، الأرجنتين)، بالإضافة إلى الاتحاد الأوروبي، وانضمت إلى القمة كل من اسبانيا وهولندا، كما شارك فيها أربع منظمات دولية هي: الأمم المتحدة، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، ومنتدى الاستقرار المالي، وفي نهاية القمة تم إصدار وثيقة تضمنت مجموعة من المبادئ يمكن ذكر المتعلق منها بالأسواق المالية فيما يلي:

1- التركيز على تكثيف الجهود الدولية نحو<sup>(1)</sup>:

- ضرورة تثبيت الأسواق المالية، ودعم النمو الاقتصادي الذي شهده العالم حتى انعقاد القمة.  
- التأكيد على أهمية دور صندوق النقد والبنك الدوليين، والبنوك الدولية متعددة الأطراف (MDBS) في مساعدة الدول مع ضرورة المراجعة الدورية لآليات هذه المؤسسات، وتوفير المصادر المالية الكافية لمساعدتها على تنفيذ مسؤولياتها.

2- الاتفاق على المبادئ الأساسية لإصلاح الأسواق المالية<sup>(2)</sup>، وتكليف وزراء مالية مجموعة العشرين باتخاذ الإجراءات المناسبة لتطبيق هذه المبادئ طبقاً لخطة عمل شاملة تحدد ما يجب إنجازه بكل منها في الأجل القريب، في موعد أقصاه 31 مارس 2009، وما يمكن إنجازه في كل منها أيضاً في الأجل المتوسط، وعقد اجتماع آخر لزعماء مجموعة العشرين بحلول شهر أبريل 2009 لمراجعة مدى الالتزام بتطبيق المبادئ، والتي تم حصرها فيما يلي:

- التأكيد على دور المؤسسات المالية الوطنية، والنظر إليها باعتبارها خط الدفاع الأول في مواجهة الأزمات المالية، وضبط ومراقبة الأسواق المالية، مع تقوية دور المنظمات الدولية في ذلك.

- الاتفاق على تطبيق السياسات التي تكفل تحقيق المبادئ المشتركة الآتية للإصلاح:

\* تقوية مبادئ الشفافية والمسؤولية، بما يضمن الإفصاح الكامل عن كافة المعلومات التي تتعلق بالمؤسسات والشركات المالية لتفادي المخاطر المفرطة التي ثبتت مواجهتها لها قبل الأزمة المالية.

\* تقوية أنظمة الإشراف على المؤسسات المالية من خلال الحرص على تحقيق إشراف معقول عليها، وإدارة المخاطر بما يتفق مع طبيعة المؤسسات المالية وطبيعة المتعاملين معها، والمراقبة الفعالة لوكالات التقييم الائتمانية بما لا يعرقل الإبداع أو حرية التجارة في السلع والخدمات.

(1) - البند السادس والسابع من الوثيقة النهائية لمجموعة العشرين.

(2) - البند (الثامن، التاسع، العاشر، الحادي عشر، الثالث عشر) من الوثيقة النهائية لمجموعة العشرين.

\* التمكين لسلامة الأسواق المالية بما يضمن التوازن بين تقوية ضمانات المستثمرين، وضمان حماية المستهلكين بحيث يتم تفادي تعارض المصالح، ومنع الممارسات غير المشروعة مع تدعيم مبدأ الشفافية وتبادل المعلومات في العلاقة بين الدول لضمان سلامة الأسواق المالية.

\* تعزيز التعاون الدولي من خلال التنسيق بين المؤسسات الوطنية لكل دولة مع جميع الأسواق المالية العالمية وفق إجراءات محددة تتم صياغتها بطريقة ثابتة.

\* إصلاح المؤسسات المالية العالمية بحيث تعكس القوة الحقيقية للاقتصاديات المعاصرة بما يزيد من تمثيل الاقتصاديات الصاعدة، ويقلل من تمثيل الاقتصاديات التي توازي ازدهارها، وضمان تمثيل أكثر فاعلية للدول الفقيرة في منتدى الاستقرار المالي FSF مع ضرورة التنسيق بين هذا المنتدى وصندوق النقد الدولي والمنظمات الدولية الأخرى بما يضمن حسن توقع الأزمات المالية في المستقبل، والقدرة على مواجهتها.

3- تكليف وزراء مالية دول مجموعة العشرين بصياغة توصياتهم في المجالات الآتية<sup>(1)</sup>:

- تأمين الانسجام بين معايير المحاسبة الدولية خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية.

- تعزيز الرقابة على أسواق المشتقات المالية وتخفيض مخاطرها.

- مراجعة الممارسات في مجال منح المكافآت لمديري المؤسسات المالية.

- مراجعة كيفية إدارة المؤسسات المالية لمواردها.

وبهذا تم الاتفاق فيما بين دول القمة على إرضاء القوى الأساسية التي تم تمثيلها في مجموعة العشرين بتبني معظم الاقتراحات لجميع هذه القوى سواء الولايات المتحدة الأمريكية أو دول الاتحاد الأوروبي، أو الدول التي تمثل الاقتصاديات الناشئة، مثل أهمية تنظيم أفضل لأسواق المال، واتخاذ خطوات لوقف التراجع الذي شهده الاقتصاد العالمي بسبب الأزمة المالية العالمية من خلال إدخال إصلاحات أساسية في النظام المالي العالمي تسمح بالإشراف الملائم على كافة الأسواق والمنتجات المالية وضرورة وضع قواعد صارمة للشفافية ومحاسبة المخالفين، ووضع حد للمكافآت المغالى فيها لمنع مخاطرة المديرين بالمؤسسات المالية التي يديرونها ومشاركة الاقتصاديات الصاعدة مثل: الصين والهند في أي قمة عالمية لإصلاح النظام المالي وتقادم النظام القائم وقت الأزمة<sup>(2)</sup>.

(1) - البند العاشر من الوثيقة النهائية لمجموعة العشرين.

(2) - إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص171.

### خلاصة الفصل الأول:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا للآتي:

✓ لإقامة سوق أوراق مالية فعالة يجب توفر مجموعة من الشروط، منها وجود الحرية والاستمرارية فيها، وجود مؤسسات متخصصة في الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وجود إطار قانوني، وقواعد تنظم سير العمل فيها.

✓ تتسم الأسواق المالية الناشئة بأنها تنمو، لكنها تتسم أيضا بعدم بلوغها مرحلة النضج والاستقرار الكافيين، فلا يزال في بيئة عملها العديد من أوجه عدم اليقين والهشاشة في بعض المواقع.

✓ يترتب على تحقيق التكامل بين أسواق الأوراق المالية خفض أسعار تكلفة الخدمات المالية المقدمة مثل خدمات الوساطة المالية، وذلك نتيجة لكبر حجم السوق وزيادة المنافسة بين الوسطاء الماليين، بالإضافة إلى توفير المزيد من المنتجات والخدمات المالية، وارتفاع عوائد الاستثمار وذلك نظرا لانخفاض تكلفة التمويل والقدرة على تنوع الاستثمارات.

✓ أكدت قمة العشرين التي انعقدت في واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية على ضرورة إقامة أسواق إسلامية للأوراق المالية.

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني: أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية التقليدية

في الوقت الذي تشكلت فيه السوق المالية التقليدية كانت أساسا لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، فبينما كانت السوق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشرا هاما على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، أصبحت اليوم مكان للعبث بأموال المدخرين لما أصبحت تحويه من صفقات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية، وهذه الأخيرة تسببت في أزمات عالمية تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت انهيارات وتداعيات وتراكمات، كل هذا يدعونا إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم أزمات أخرى.

### المبحث الأول: الحكم الشرعي لعمليات سوق الأوراق المالية

يقوم النظام الاقتصادي السليم على وجود سوق مالية حرة تخلو من الاحتكار والغش والغرر والتدليس والمقامرة، وتتوفر فيها مجموعة من الشروط كحرية المعاملات، المنافسة المشروعة، ونقل المعلومات الصادقة، ويحكم المتعاملين فيها مجموعة من القيم والسلوكيات والخبرة، وفي ظل ذلك تؤدي السوق المالية وظائفها ويحقق النظام الاقتصادي أهدافه المرجوة، ولكن إذا كان يشوب السوق المالية ما سبق أن نَحَلْتُ منه فإن هذا سيؤدي إلى تقلبات في المعاملات وتحديث الفوضى وتُفقد الثقة.

### المطلب الأول: العمليات العاجلة

تجري العمليات العاجلة على أصول مالية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية، وهي عمليات بيع وشراء حيث يجل مشتري هذه الأصول (أسهم الشركة) محل المالك الذي باع هذه الأصول<sup>(1)</sup>، ويلجأ المتعاملين إلى العمليات العاجلة لأحد الأسباب الآتية:

- الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من أرباحها عند التوزيع.
- المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية لبيعها عند تحقق ذلك الارتفاع مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاع عنها في السوق الآجلة.

### أولاً- التعامل بالهامش:

يُعرف الهامش بأنه قيمة عملية ما مودعة كضمان بانتظار إتمام هذه العملية لاحقاً<sup>(2)</sup>، والشراء بالهامش فهو شراء سندات بالاقتراض واستعمالها في الوقت نفسه ضماناً للقرض<sup>(3)</sup>. أما التعامل بالهامش في سوق الأوراق المالية فيعني دفع المشتري جزءاً من المال واقتراض جزء آخر مقابل فائدة شهرية عليه لشراء أكبر كمية من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المشتراه لدى السمسار كضمان للقرض. ويظهر البعد المالي في هذه الصورة من خلال توقع المشتري ارتفاع أسعار الأوراق المالية المشتراة في المستقبل، وبذلك يضمن قيمة الأوراق المالية مع فائدة القرض من السمسار مع هامش ربح، وقد لا تصدق توقعاته فيتحمّل الخسارة.

(1) - عبد الرحمان زكي إبراهيم، معالم الاقتصاد الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص44.

(2) - قرارات مجلس الجمع الفقهي الإسلامي من دورته الأولى، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 1985، ص123.

(3) - فريدي وصادر باز، جورج مكرم وأبي صالح، معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية، مرجع سابق الذكر، ص81.

وللهامش نوعان:

الأول- ابتدائي أولي: وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأوراق المالية في اليوم الأول، وعادة يُستخدم للمضاربات السريعة.

الثاني- استمراري: وهو الذي يتعلق بالقرض لما بعد اليوم الأول<sup>(1)</sup>.

## 1- طبيعة التعامل بالهامش:

يشترط التعامل في سوق الأوراق المالية وجود السماسرة، فلو أراد أحد المستثمرين أن يستثمر أمواله في أسهم إحدى الشركات فعليه أن يتوجه إلى أحد السماسرة ويطلب منه أن يستثمر له أمواله في البورصة، فهنا يوضح السماسرة للمستثمر إمكانية أن يشتري أوراق مالية ضعف ما كان يشتريه نقداً، وذلك بدفع 50% من قيمة تلك الأوراق نقداً والباقي من القيمة سوف يقوم السماسرة بإقراضه له بمعدل الفائدة السائد.

أما نسبة الهامش فهي تعني المبلغ الذي يملكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر، فهذه النسبة تختلف باختلاف القواعد واللوائح الحاكمة للتعامل في مختلف البورصات العالمية، وتخضع هذه النسبة للتعليمات التي تحدد أسس التعامل بالهامش ونسبة الأهمية والدور الذي يلعبه التعامل بالهامش، والهدف من ذلك هو تنظيم الائتمان والتحكم في نشاط السوق المالية، لأن عدم التحكم في هذه النسبة يؤدي لزيادة حدة المضاربات وتفاقم الضغوط التضخمية في السوق لذلك تخضع لقوانين رقابية صارمة تتغير تبعاً للظروف الاقتصادية عن طريق السلطات المالية، ويؤدي التوسع في الشراء بالهامش إلى التأثير سلباً، عندما تبدأ الأسعار في الانخفاض فيسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروقات فإذا عجزوا عن السداد باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان مما يعرض الأسعار لمزيد من الانخفاض إذ تزداد عروض البيع ويقل المشترون مما يؤدي إلى انهيار السوق.

## 2- الرأي الشرعي في التعامل بالهامش:

نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 63 (7/1) في دورته المنعقدة عام 1992، والتي عرفت بدورة الأسواق المالية على الآتي: "لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار للمشتري لقاء رهن السهم، لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن، وهما من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه"

<sup>(1)</sup>- علي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1992، ص163.

واجتمع العلماء المعاصرين على عدم جواز التعامل بالهامش، للأسباب الآتية:

- التعامل بالهامش ربا، فهو اقتراض مال مقابل دفع فائدة<sup>(1)</sup>.
- جوهر عمليات التعامل بالهامش مضاربة، وأحكام الفقه الإسلامي تمنع المضاربة وأن اقتراض المال لزيادة حجم التعامل مقابل دفع فائدة ثابتة على القروض ربا لا يجوز التعامل به شرعا، وعليه لا يجوز التعامل بالهامش<sup>(2)</sup>.

يجتمع في التعامل بالهامش عناصر الدين الثلاثة، وجود دين مستقر في الذمة، الأجل، زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل.

وعليه نلاحظ أن علة وجود القرض بفائدة ثابتة في التعامل بالهامش هي التي جعلته غير جائز، ولا يعود عدم الجواز إلى طبيعة التعامل نفسه، فلو أقرضه السمسار المبلغ المطلوب بدون فائدة لأصبح التعامل جائز، ولكن تحديد نسبة الهامش لا بأس بها، لأنها تحد من المضاربات الحادة وتحد من زيادة حجم التعامل بالدين، وتساعد في استقرار السوق فكلما ارتفعت نسبة الهامش زاد التعامل بالنقد، والعكس كلما انخفضت نسبة الهامش قل التعامل بالنقد، وبذلك يقل ضمان سداد القرض عند انخفاض الأسعار، حيث ترتفع نسبة الخسارة وتتضاعف، لذا يجب تضمين الدين عن طريق الرهن بأن يضع العميل رهن عند السمسار مقابل القرض أو البدائل المتمثلة في البيع الآجل.

### ثانيا- البيع على المكشوف:

المراد بالبيع على المكشوف أن يبيع المضارب أوراقا مالية لا يملكها، على أن يتم التسليم في يوم التصفية، وعند التسليم يقوم بشرائها من السوق ثم يعطيها للمشتري إن تيسر له ذلك، وإلا فإنه يقوم باقتراضها من آخر ويسلمها للمشتري، ثم يقوم بشراء تلك الأوراق بعد ذلك ويسلمها للمقرض.

وتظهر الأبعاد المالية في هذا النوع من التعامل من خلال توقع المضارب لانخفاض سعر الورقة المالية لإحدى الشركات في المستقبل القريب، فيقوم ببيعها الآن بالسعر السائد المرتفع، أملا في انخفاض سعرها في الوقت القصير، فيلجأ إلى شرائها قبل موعد التصفية بهدف تسليمها للمشتري في موعد التسليم، فإن عجز عن الشراء يقوم باقتراضها، ولكن قد تصدق توقعاته فيبيع بالسعر المرتفع ويشترى قبل موعد التصفية بالسعر المنخفض، ويربح بالتالي الفرق بين السعرين، وفي مقابل ذلك قد لا تصدق توقعاته فيبيع بالسعر السائد،

(1) - علي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 107.

(2) - أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 428.

ولكن يشتري بسعر مرتفع قبل موعد التسليم أو يضطر لاقتراض تلك الأوراق من السمسار على أن يدفع فائدتها، وهنا يقع في دائرة المخاطر.

### 1- خصائص البيع على المكشوف:

يعتمد البيع على المكشوف على الآتي:

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة، وغير المحدد بمدة زمنية فهو قرض حال.
- المخاطرة على انخفاض الأسعار، حيث فيه احتمال الربح والخسارة.
- تسديد القرض سواء كان رابحا في بيعه أو خاسرا.
- الغرض من هذا البيع استفادة العميل من الفرق بين السعرين، وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود، كما يحصل على أرباح الأسهم التي توزعها الشركة المصدرة للأسهم في هذه الفترة، إضافة إلى حصوله على عمولة مقابل خدماته الإدارية.
- يدخل هذا البيع ضمن العمليات الإدارية العاجلة، لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتري من جهة، وملزم أيضا بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار من جهة أخرى، وذلك بشرائها من السوق، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات، أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك<sup>(1)</sup>.

### 2- طبيعة البيع على المكشوف:

يتم البيع على المكشوف من قبل العميل الذي يدخل السوق مضاربا على الانخفاض، ليحقق ربح ناتج من فارق السعر، ويشترط وجود مشتري لمركز طويل يدخل السوق مضاربا على الارتفاع، فإذا توقع العميل المضارب أن أسعار أسهم إحدى الشركات سوف تنخفض، فيقوم بالبيع على المكشوف، ولكن بما أنه لا يمتلك الأوراق المالية التي يريد أن يبيعها، فيقترضها من سمساره، ثم يصدر إليه أمرا ببيع الأوراق المالية المقترضة محمدا كميته ونوعها، وغالبا ما توجد هذه الأوراق المالية عنده، وهي التي تتعلق بعملائه الآخرين، فإذا لم تكن موجودة عنده يقوم باقتراضها من سمسار آخر، أما مدة الاقتراض فهي عادة يوم واحد، يتحدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين، ومن البديهي أن العميل يحاول تمديد فترة الاقتراض حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه، وحينئذ يقوم بشرائها (بسر أقل من سعر البيع) منتفعا من فارق السعرين، ثم يُعيد

<sup>(1)</sup> - علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية: الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989، ص120.

الأوراق المشتراة إلى سمساره، وأما إذا لم تصدق توقعات العميل وارتفعت الأسعار، فإنه سيكون مهددا بتغطية مركزه بخسارة كبيرة، وخاصة إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة<sup>(1)</sup>.

### 3- البيع على المكشوف من وجهة نظر إسلامية:

صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد بمملكة البحرين عام 1991، فجاء فيه ما له علاقة بصورة البيع على المكشوف، حيث نص على الآتي: " إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجرى على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعا، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتمادا على أنه يشتريه فيما بعد، ويسلمه في الموعد، وهذا منهي عنه شرعا لما صح عن رسول الله -صلى الله عليه وسلم- أنه قال: " لا تبع ما ليس عندك".

واستدل المتخصصون في الفقه والاقتصاد حول عدم صحة البيع على المكشوف شرعا بما يلي<sup>(2)</sup>:

- المقامرة والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض، كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها عملاؤه يعين القائمين بهذا البيع على القمار.
- تضليل المشتري، إذ أن البائع يسلم أوراقا مالية مقترضة، وليست ملكا له.
- الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين من دون علمهم.
- دخول تصرف السمسار ضمن التصرف في مال الغير بغير إذنه.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص323.

(2) - علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، مرجع سابق الذكر، ص134، علي محي الدين القرّة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص165، محمد صبري هارون، أحكام السوق المالية (الأسهم والسندات)، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 1999، ص ص 268، 269.

### المطلب الثاني: العمليات الآجلة

يتمثل الغرض الأساسي من العمليات الآجلة في تحقيق الربح من فروقات الأسعار، وعلى قدر الربح الذي تحققه هذه العمليات، فهي تتضمن مخاطر سواء على المتعاملين أو على سوق رأس المال نفسه.

#### أولاً- ماهية العمليات الآجلة:

العمليات الآجلة هي عقود بيع، يؤجل فيه الثمن والمثمن إلى أجل معلوم يسمى التصفية أو التسوية<sup>(1)</sup>، ويلتزم كل من المشتري والبائع على تصفيتهما في تاريخ مقبل معين يجرى فيه التسليم والتسلم، ماعدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها<sup>(2)</sup>.

#### 1- خصائص العمليات الآجلة: يتميز هذا النوع من العمليات بما يلي:

- عمليات يتحدد فيها سعر الصفقة، مقدار ونوعية الصفقة، مكان وتاريخ التسليم في تاريخ التعاقد.
- عمليات يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل متفق عليه.
- عقود هذه العمليات غير نمطية، حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد.

#### 2- تنفيذ عقود العمليات الآجلة: يتم تنفيذ عقود العمليات الآجلة عن طريق التصفية.

**1-2- مفهوم التصفية:** يقصد بها تنفيذ الصفقة، بتسليم الأصل محل التعاقد من قبل البائع، وتسليم الثمن من قبل المشتري، أو إبرام صفقة أخرى عكس الصفقة الأولى.

#### 2-2- صور التصفية: تأخذ التصفية إحدى ثلاث صور<sup>(3)</sup>:

- الصورة الأولى: تصفية الصفقة بالتسليم والتسلم
- الصورة الثانية: تصفية الصفقة بإبرام صفقة عكسية، وبذلك لا يصفي المتعامل مركزه تصفية نهائية، وإنما يؤجل التصفية إلى موعد آخر، أملا في تغير الأسعار لصالحه<sup>(4)</sup>.

<sup>(1)</sup> - محمد إسلام البرواري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002، ص202.

<sup>(2)</sup> - عبد الكريم الهيبي قيصر، أساليب الاستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية -البورصات-، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006، ص233.

<sup>(3)</sup> - مليكة عريان، البورصة، الطبعة الثالثة، المطبعة العصرية، مصر، بدون سنة نشر، ص ص23،24.

<sup>(4)</sup> - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، الطبعة الثانية، مصر، 1967، ص ص114-118.

**2-3- مواعيد التصفية:** تحدد لجنة البورصة كل سنة مواعيد التصفية في تلك السنة، وذلك بمعدل مرتين

في كل شهر في الغالب: مرة في منتصفه ومرة في آخره<sup>(1)</sup>. وتستغرق التصفية ثلاثة أيام<sup>(2)</sup>:

- اليوم الأول: تجتمع لجنة البورصة، وتقرر أسعار التصفية لكل نوع من الصفقات.

- اليوم الثاني: يجتمع السماسرة لمعرفة الفروق.

- اليوم الثالث: تُدفع الفروق، وتُسلم الأصول محل التعاقد، وهذا يعني أن دفع الثمن وتسليم الأصول إنما

يتم فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية، لا في يوم التصفية<sup>(3)</sup>.

**ثانياً- أنواع العمليات الآجلة:**

تنقسم العمليات الآجلة إلى قسمين:

- عمليات آجلة عادية.

- عمليات آجلة شرطية.

**1- العمليات الآجلة العادية (الباتة القطعية):**

سميت هذه العمليات بالباتة القطعية لأنه لا يجوز لأحد المتعاقدين التراجع عنها، ويجب عليهما تنفيذها في تاريخ التصفية الذي يتم الاتفاق عليه عند إجراء العقد، لكن لا يجوز الاتفاق على تأجيله إلى وقت آخر، وتصنف هذه الصورة ضمن العمليات الآجلة التي تجري في البورصة، وهي تقوم على التوقعات والتنبؤات الدقيقة باتجاه السوق، ويظهر البعد المالي فيها من خلال تنبؤ المضارب بأن السوق تتجه نحو الارتفاع، فيقوم المضارب بالشراء انتظارا لارتفاع الأسعار في تاريخ التصفية، فهو يشتري في الوقت الحالي، لكنه يستلم لاحقاً، وعند الاستلام يقوم بالبيع بسعر مرتفع إن صحت تنبؤاته، فيحصل على الربح من فرق الأسعار (سعر الشراء وسعر البيع)، ويسمى هذا بالمضارب على الارتفاع، وقد لا تصدق توقعاته فيقع في دائرة المخاطر، ويتحمل الخسائر الناتجة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع إذا كان سعر البيع أدنى من سعر الشراء، والصورة نفسها تجري بالنسبة لمن يبيع الأوراق المالية وهو يتوقع انخفاض أسعارها عند حلول تاريخ التصفية، ويسمى هذا بالمضارب على الانخفاض.

<sup>(1)</sup> - مقبل جمعي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والطباعة، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 307.

<sup>(2)</sup> - حسني لبيب، عيسى سامي وهبة، البورصات، المطبعة الأميرية، القاهرة، 1947، ص 27.

<sup>(3)</sup> - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مرجع سابق الذكر، ص 102.

**2- العمليات الآجلة الشرطية:**

يسمى البعض العمليات الآجلة بشرط التعويض، والمراد بها أن يلتزم البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلا في تاريخ معين، لكن يشترط أحدهما لنفسه الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقا، ليكون بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية، وذلك عندما يكون تقلب الأسعار في غير صالح دافع التعويض، وكما هو معلوم فإن تقلبات الأسعار في البورصة قد تؤدي إلى خسائر فادحة، ولذلك يعتمد المضاربون إلى هذه العمليات (الشرطية) والتي تقتزن بدفع مبلغ من المال يعتبر بمنزلة التعويض، في حال رغب أحد الأطراف بعدم إتمام المعاملة إذا كان تنفيذ العملية في غير مصلحته، وهنا يظهر البعد المالي لهذه العملية، علما أن هذه العملية لا يحصل فيها تسليم وتسليم بصفة عامة، وهذا ما سنتناوله بالتفصيل عند التطرق إلى عقود الخيارات.

**المطلب الثالث: التلاعب في سوق الأوراق المالية والتعامل بالمؤشر**

أثارت المعاملات في سوق الأوراق المالية العديد من الشبهات، بحكم أن بعض هذه المعاملات نُقلت من الأسواق العالمية التي لا تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن بين هذه الشبهات ظاهرة التلاعب لتحريك المعاملات أو لزيادة الطلب على ورقة مالية معينة.

**أولا- الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية:**

أخطر ما يهدد استقرار سوق الأوراق المالية هو غياب المعلومات الصادقة وانتشار الإشاعات الكاذبة التي يترتب عليها تقلبات لا تمت إلى الحقيقة بأي صلة، ويؤدي ذلك إلى أضرار جسيمة بالمعاملين وبالسوق وبالأوراق المالية موضوع الإشاعات، ويؤكد علماء الاقتصاد الإسلامي على ضرورة توفر المعلومات الصادقة عن المعاملات في الأسواق، لأن ذلك يؤدي إلى استقرار المعاملات وتحقيق السعر العادل.

ولقد حرمت أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية مجموعة من البيوع لأنها تقوم على إخفاء المعلومات الصحيحة عن المتعاملين، ولقد كان من وظائف نظام الحسبة في الإسلام الرقابة على الأسواق للتأكد من أن المتعاملين يلتزمون بالصدق والأمانة والشفافية في المعلومات، وكانت للمحتسب في الأسواق سلطات توقيع العقوبة على المخالفين.

ولقد وضع فقهاء وعلماء الاقتصاد الإسلامي مجموعة من المبادئ والأحكام لعلاج ظاهرة التلاعب بالإشاعات في سوق الأوراق المالية، أهمها<sup>(1)</sup>:

1- وضع لائحة شرعية (دستور معاملات إسلامي) تضبط المعاملات في السوق تُحرم وتُجزم المعاملات التي تحتوي على المقامرات والمضاربات الوهمية وغيرها من التي لا تجيزها الشريعة الإسلامية.

2- تفعيل نظم الرقابة والمتابعة الحكومية على المعاملات في سوق الأوراق المالية بهدف الاطمئنان إلى صدق المعلومات وشفافيتها.

3- إنشاء نظام متكامل للمعلومات يقوم على تشغيله عناصر بشرية تتوفر فيهم القيم والأخلاق والخبرة.

4- توقيع العقوبات الرادعة للفئات المسيطرة على المعاملات في سوق الأوراق المالية، والتي تعتبر مصدر الإشاعات الكاذبة والتي تفسد المعاملات.

5- تطبيق الصيغ الإسلامية للتعامل في سوق الأوراق المالية، والتي أجازها مجمع الفقه الإسلامي العالمية.

**ثانياً- التعامل بالمؤشر:**

يساعد التعامل بمؤشر سوق الأوراق المالية على قياس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه. فالمؤشر هو رقم حسابي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان<sup>(2)</sup>.

**1- كيفية بناء المؤشر:** لبناء أي مؤشر يجب إتباع الخطوات الآتية<sup>(3)</sup>:

- اختيار العينة الملائمة: تمثل العينة، مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، ويشترط في هذه العينة ما يلي:

- الحجم: فكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

- الاتساع: يجب أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق إذا كان المؤشر يستهدف قياس حالة السوق ككل، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين، فالعينة ستقتصر على أسهم عدد من المنشآت المكونة لذلك القطاع.

<sup>(1)</sup> - حسين شحاتة، الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية، سلسلة دراسات وبحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، ص 04.

<sup>(2)</sup> - Dalton, How the Stock Market Works, p181.

<sup>(3)</sup> - [http://www.arab-api.org/course9/c9\\_4\\_6.htm](http://www.arab-api.org/course9/c9_4_6.htm). Consulté le 11/09/2012.

- المصدر (مصدر الحصول على أسعار الأسهم): ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية.

- تحديد الأوزان النسبية للأوراق المالية: يعبر الوزن النسبي في بناء المؤشر، على القيمة النسبية للورقة المالية (السهم الواحد) داخل العينة، ولتحديد الوزن النسبي يتم الاعتماد على ثلاثة مداخل، نذكرها كالآتي:

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

لمعرفة كيفية التعامل بالمؤشر نفترض ما يلي<sup>(1)</sup>: لدينا مؤشر يشمل أسهم 40 شركة.

45						
43			X	مقاومة		
40	X		X		X	
37	X	O	X	O	X	O
35	X	O	X	O	X	O
31		O		O	X	O
29				O	مقاومة	
25						
السعر	A	B	C	D	E	F

O: يمثل انخفاض الأسعار

X: يمثل ارتفاع الأسعار

<sup>(1)</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996،

المقاومة: تعني وجوب الشراء عندما يتجاوز كل الارتفاعات التي قبله، آخذاً في الاعتبار أن السعر سيستمر في الارتفاع، وتعني وجوب البيع عند انخفاض السعر عن كل الانخفاضات السابقة، آخذاً في الاعتبار أن السعر سيواصل في الانخفاض.

### 3- استخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة، تهم المستثمرين وكل الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية، يمكن ذكر هذه الاستخدامات كآتي:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة الأوراق المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت استثمارات المستثمر في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.
- تقدير المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية.

### 4- الحكم الشرعي للتعامل بالمؤشر:

أصدر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة عام 1992 قرار رقم (07/01/63) بشأن الأسواق المالية ينص على حرمة التعامل بالمؤشر، حيث جاء فيه: "لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"<sup>(1)</sup>.

(1) - قرارات مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، 1992، ص 06.

### المبحث الثاني: الأحكام الشرعية للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في البورصة والورقة المالية هي عبارة عن صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً.

#### المطلب الأول: الحكم الشرعي لإصدار وتداول الأسهم

تتماز صيغة التمويل بالأسهم بإمكانية جمع رؤوس أموال كثيرة من مساهمات صغار المدخرين الذين ليست لديهم المقدرة على الاستثمار المباشر، كما أن المسؤولية المحدودة التي تتمتع بها شركات المساهمة كانت حافزاً لدى المستثمرين، إذ أنهم يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة، أي أن المخاطرة في هذا النوع يسيرة ومحدودة.

#### أولاً- ماهية الأسهم:

يعتبر السهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة.

#### 1- تعريف الأسهم لغتنا:

السهم هو النصيب المحكم، ففي القرآن الكريم يقول الله تعالى: "فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ"<sup>(1)</sup> أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين، وفي الحديث: كان للنبي -صلى الله عليه وسلم- سهم في الغنيمة، أي نصيب، وسأهمه أي: قارعه، وأسهم بينهم، أي: قارع بينهم، واستهموا، أي: اقترعوا<sup>(2)</sup>.

#### 2- تعريف الأسهم اصطلاحاً:

في اصطلاح الفقهاء يطلق السهم على الحصة التي يقدمها أحد الشركاء في رأس مال الشركة، فالأسهم المتعارف عليها لدى الاقتصاديين هي رأس مال الشركة في الفقه الإسلامي، ويرى البعض أن السهم يراد به أمران<sup>(3)</sup>:

- نصيب المساهم في رأس مال الشركة.

- الصك المكتوب الذي يتضمن حق المساهم، وما هو مخول له من حقوق.

أما اقتصادياً فيعرف السهم على أنه: صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة<sup>(4)</sup>. وتطرح الأسهم للاكتتاب ضمن فترة محددة يعلن عنها مع الإصدار،

(1) - الآية 141: سورة الصافات.

(2) - ابن منظور، لسان العرب، دار صادر، بيروت، 412/6.

(3) - أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، دار الفكر العربي، دمشق، 1983، ص108.

(4) - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 1999، ص17.

- ويكون السهم قابلاً للتداول في سوق الأوراق المالية بعد تسديد ما لا يقل عن 50% من قيمته الاسمية<sup>(1)</sup>.
- 3- خصائص الأسهم:** تمتاز الأسهم بمجموعة من الخصائص نذكر منها:
- 3-1- القابلية للتداول:** هذه الخاصية تمنح للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية مقارنة بباقي الأوراق المالية التي تتوفر فيها المرونة بشكل جزئي ومحدد.
- 3-2- تساوي قيمة الأسهم:** تصدر الأسهم بقيم متساوية يتم تحديدها من قبل القانون، والهدف من هذا التساوي في القيمة هو<sup>(2)</sup>: تيسير عملية تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، تسهيل عملية توزيع الأرباح، تنظيم أسعار الأسهم داخل البورصة.
- 3-3- تقادم حق المساهم:** لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي ينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة (إذا استُحق السهم ودُفع رأس المال).
- 3-4- عدم قابلية السهم للتجزئة:** عدم تجزئة السهم هو اتفاق عرفي مشروط فيما بين الشركاء، بحيث إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يُقسم سهمه على ورثته، وإنما يختار الورثة من بينهم من يمثلهم في الجمعية العمومية، حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم<sup>(3)</sup>.
- 3-5- مسؤولية المساهم:** تكون محدودة في الشركة المصدرة للسهم بقدر مساهمته كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة، فإذا أفلست الشركة وصارت عاجزة عن سداد ديونها فلا يلتزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

<sup>(1)</sup> - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص122.

<sup>(2)</sup> - محمد عبد الغفار الشريف، أحكام السوق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990، ص1287.

<sup>(3)</sup> - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، الطبعة الرابعة، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1994، صص 218، 219.

### ثانيا- الحكم الشرعي لإصدار الأسهم:

تصدر الشركة أسهم ذات قيمة اسمية عند الإنشاء أو عند الحاجة للتمويل، ولكن الإصدار يكون بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، تسمى قيمة الإصدار، لذلك يجب دراسة الحكم الشرعي لكل قيمة من قيم الأسهم:

#### 1- القيمة الاسمية:

القيمة الاسمية هي التي تكون مبينة في السهم، وهي القيمة التي دفعت لامتلاكه، ومن وجهة النظر الشرعية فهي حصة الشريك في رأس مال الشركة، ومجموع هذه القيم يمثل مجموع رأس مالها، وهو أمر مقبول شرعا، وذلك لسببين<sup>(1)</sup>:

- يكون توزيع الأرباح على الشركاء على مقدار حصة كل منهم في رأس مال الشركة، ولا يتحقق ذلك إلا بمعرفة النسبة التي ساهم بها كل شريك على وجه التحديد.

- تعد القيمة الاسمية للسهم بمثابة صك يدون فيه المقدار الذي ساهم به الشريك، فإذا انعدمت هذه القيمة أو تخلفت لأي سبب من الأسباب أدى ذلك إلى خلل في توزيع الأرباح، إذ أن الأرباح توزع بالتساوي على جميع الشركاء، وقد يكون لأحدهم حصة أكبر من الآخر.

#### 2- قيمة الإصدار:

هي قيمة تصدر بها الأسهم وتكون أقل من القيمة الاسمية أو الحقيقية بهدف زيادة رأس مال الشركة<sup>(2)</sup>، ومن الناحية الشرعية لا يجوز إصدار الأسهم بهذه القيمة لما يلي:

إصدار الأسهم بقيمة الإصدار فيه إضرار بالشركاء الذين دفعوا القيمة الحقيقية للسهم، لأنهم متساوين في الربح مع أنهم دفعوا قيمة أقل، وقد يشاركهم في موجودات الشركة، والإضرار لا يجوز، لأن هذا السهم إذا تساوى مع السهم الاسمي في اقتسام الربح فهو أمر غير جائز شرعا، لأن الربح يستحق بالمال أو بالعمل أو بالضمان.

أما إذا كانت قيمة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من القيمة الحقيقية، فإذا كانت تعبر عن سعرها السوقى فهذا جائز شرعا مادامت الشركة لم تستعمل أي وسيلة محرمة<sup>(3)</sup>.

(1) - أحمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص ص53، 54.

(2) - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مرجع سابق الذكر، ص55.

(3) - محمد عبد الغفار الشريف، أحكام السوق المالية، مرجع سابق الذكر، ص1287.

وفيما يتعلق بعلاوة الإصدار أو رسم الإصدار، إذا كان الهدف منه تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، فهذا الأرجح فيه الجواز، بشرط أن يُقدر هذا الرسم تقديرا مناسباً يكون ممثلاً فعلاً لما يكلفه إصدار السهم.<sup>(1)</sup>

### 3- إصدار أسهم الامتياز:

يرى البعض أن إصدار الأسهم الممتازة جائز من الناحية الشرعية، بناء على ترجيحه لرأي القائلين بجواز التفاضل بين الشركاء في الربح، وذلك لما يلي<sup>(2)</sup>:

- إن إصدار أسهم الأولوية في الربح هو في الواقع إنقاذ للشركة من الإفلاس والاندثار، بمعنى أنه إجراء تقتضيه الضرورة، فإذا لوحظت هذه الضرورة، ولوحظ أن الإصدار يتم بإذن جميع المساهمين ورضاهم، أمكن القول بجواز التفاضل في الربح بين الشركاء إنقاذاً للشركة، لاسيما أن بعض الفقهاء يرى جواز التفاضل في الربح بين الشركاء في جميع الأحوال من غير تقييد بقيد ما.

- إذا جاز التفاضل في الربح فيما إذا كان العمل مشروطاً عليها، ولم يعمل أحد الشريكين، فإنه من باب أولى يجوز التفاضل بينهما في الربح إذا لم يعملوا معاً، فإذا تساوا في رأس المال واشتراط العمل عليهما معاً، وأن يكون لأحدهما ثلث الربح وللآخر الثلثان، وعمل مشترك الثلث فقط، كان لمن لم يعمل الثلثان بمقتضى الشرط.

ويمكن تلخيص حكم إصدار أسهم الامتياز كالاتي:

#### الجدول رقم (01-02): الحكم الشرعي لإصدار أسهم الامتياز

صورة الامتياز	الحكم الشرعي	أدلة الحكم الشرعي
الامتياز بالأولوية في الحصول على الأرباح: يعني حصول صاحب السهم الممتاز على نصيبه كاملاً من الأرباح قبل توزيعها.	عدم الجواز	- إن القول بذلك مخالف لمقتضى عقد الشركة، إذ الغرض من الشركة هو الحصول على الربح، وهذا الامتياز بهذه الكيفية قد يؤدي إلى عدم حصول الشركاء أصحاب الأسهم العادية على الربح، بل قد يؤدي إلى حصول البعض

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 07 (713/01).

(2) - عيسوي أحمد عيسوي، التعامل في الأوراق المالية من وجهة نظر الشريعة الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 2007، ص ص 42، 43.

<p>منهم على الربح دون البعض الآخر، أو حصولهم جميعا على جزء أقل من الجزء المتفق عليه، وكل ذلك لا يجوز إذ من الممكن ألا تريح الشركة سوى المقدار الذي يأخذه أصحاب أسهم الامتياز.</p> <p>- يؤدي هذا النوع من الامتياز إلى ربح ما لم يُضمن، وذلك لأن الربح يكون مستحقا بأمرين: المال، والعمل، والمساهم مقدم المال يجب أن يأخذ ربح ماله الذي قدمه، ولا يستحق زيادة إلا إذا قدم ما يقابلها من عمل قام به لصالح الشركة ففي هذه الحالة يستحق ربح ماله، وربحا إضافيا مقابل عمله، وما غير ذلك يكون مستحقا لربح من غير سبب لاستحقاقه، وهو منهي عنه.</p>		
<p>- يؤدي هذا الامتياز إلى الإضرار بالشركاء أصحاب الأسهم العادية.</p> <p>- تُعطى الفائدة في هذه الحالة مقابل وبدون وجه حق، لذلك لم يجد الفقهاء لها تكييفا فقهيًا إلا أنها تبقى ربا. بالإضافة إلى أنها تُنافي مبدأ المساواة الذي تقوم عليه الشركة، إذ مبدأ الشركة هو المخاطرة والمشاركة في التكاليف والربح، وهو غير متحقق هنا.</p>	<p>عدم الجواز</p>	<p>الامتياز بتقرير فائدة ثابتة ومحددة: وهي أن يعطى لبعض الأسهم فائدة سنوية محددة وثابتة، بغض النظر عن الوضع المالي للشركة.</p>
<p>- تُبنى الشركة على الربح والخسارة، وتكون هذه الأخيرة من رأس المال،</p>	<p>عدم الجواز</p>	<p>الامتياز بحق استرداد قيمة أسهم الامتياز عند تصفية الشركة: يعني إعطاء أصحاب</p>

<p>حيث توزع على المساهمين كل على قدر حصته في رأس مال الشركة، والقول بأحقية البعض في استرداد قيمة سهمه عند تصفية الشركة دون النظر إلى الخسارة يؤدي إلى الإضرار بالآخرين، خاصة وأن الأسهم الممتازة لا تنشأ عند تكوين الشركة، وإنما في الغالب تصدر هذه الأسهم بعد انعقادها وبدء أعمالها، وتمنح الشركة هذه الأسهم تلك الامتيازات لزيادة رأس مالها عن طريق اكتتاب أكبر عدد من المساهمين.</p> <p>- تضمن الأسهم الممتازة لحملتها حتى في حالة حدوث خسارة، وهو أمر مخالف للعدالة.</p>		<p>الأسهم الممتازة الحق في استرداد قيمة أسهمهم كاملة في حالة تصفية الشركة.</p>
<p>بما أنه تم بالاتفاق، فلا حرج فيه، كما أنه ليس فيه أدنى مخالفة لقواعد الشريعة الإسلامية، ولا لمقتضى عقد الشركة، ولا يعود إلى الجوانب المالية، وإنما أعطى له نوع من التيسير في مقابل تنازله عن صوته.</p>	<p>الجواز</p>	<p>تنازل صاحب سهم الامتياز عن صوته مقابل دفع قيمة السهم على أقساط.</p> <p>الامتياز في حدود الأصوات</p>
<p>بسبب انعدام المساواة بين الشركاء.</p>	<p>عدم الجواز</p>	<p>منح بعض الأسهم أكثر من صوته الجمعية العمومية.</p>
<p>يجوز لشركات المساهمة اللجوء إلى إصدار الأسهم الممتازة لأنه إذا كانت القاعدة هي المساواة بين الأسهم في شركات المساهمة، إلا أن الضرورات العملية تغلبت على الاعتبارات النظرية التي تقضي</p>	<p>الجواز</p>	

<p>بإعمال مبدأ المساواة، وذلك للآتي:</p> <p>- قد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة، فتصدر الشركة هذا النوع من الأسهم، وهو ما يساعدها على أن تتخطى مشاكلها.</p> <p>- قد ترى الشركة أنه لا مناص من إجراء التصفية الأمر الذي يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الاستيلاء على شيء، وقد يقبلون وفاء لديونهم تسلم أسهم ممتازة.</p>			
---	--	--	--

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- 1- عبد العزيز الحياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مرجع سابق الذكر، ص.223
- 2- علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص.114.
- 3- سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص.332.
- 4- محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص.203.

#### 4- إصدار أسهم التمتع:

هي الأسهم التي ترد قيمتها تدريجياً أو مرة واحدة قبل انقضاء الشركة، أو هي الأسهم التي تستهلك قيمتها في حياة الشركة دون انتظار لانتهاؤها (1).

**القول الأول- جواز إصدار أسهم التمتع:** وتكون أسهم التمتع جائزة في الحالات الآتية:

- أن يعطى المساهم قيمة السهم الاسمية أقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له موجودات الشركة وفي رأس مالها الاحتياطي، فيستحق حينئذ أن يأخذ جزء من أرباح الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة إليه، وهي بالطبع أقل من الأرباح بقيمة الأسهم التي لن تُرد قيمتها.
- التصفية الجزئية المستمرة، بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عددهم.

(1) - محمد القرى بن عيد، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السادس، الجزء الثاني، ص.1589.

- اقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنويا وإيداعه باسم المساهمين إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازها فيأخذونه<sup>(1)</sup>.

**القول الثاني - عدم جواز إصدار أسهم التمتع:** تكون أسهم التمتع غير جائزة إذا كانت:

القيمة التي أعطيت للشريك هي القيمة الحقيقية للسهم، سواء كانت أقل من القيمة الاسمية أو أعلى، لأن صلته بالشركة تكون قد انتهت، ويكون المساهم قد استوفى من الأموال ما يوازي حصته، فلا يستحق بعد ذلك شيئا من ربح الشركة، لأن الربح كما يستحق بالمال يستحق بالعمل والضمان، وهو قد خرج من الشركة فلا اشتراك في عقد الشركة ولا مال ولا عمل، فلا استحقاق للربح، وبالتالي فلا يصح سهم التمتع، ولا يحق له الاشتراك في الجمعية العمومية.

أما إذا كانت القيمة التي أعطيت للمساهم هي القيمة الاسمية، فإن كانت أقل من قيمتها الحقيقية فإن علاقة الشريك المساهم بالشركة تظل قائمة، لأنه أخذ القيمة الاسمية للسهم، وهو رأس ماله المدفوع في بداية الشركة، فيبقى له الحق في موجودات الشركة وفي رأس مالها الاحتياطي، وفي أي حق آخر غير رأس ماله الذي استرده، وإن كانت القيمة أعلى فلا يبقى له حق في الشركة، لأنه استوفى رأس ماله<sup>(2)</sup>.

**ثالثا- الحكم الشرعي لتداول مختلف أنواع الأسهم:**

**1- حكم تداول أسهم الشركات في مرحلة التأسيس:**

اختلف العلماء المعاصرون في تكييف الأسهم التي تمثل حصص ملكية في مرحلة تأسيس الشركة، على قولين هما:

**1-1- القول الأول:** يرى أصحاب هذا القول أن الأسهم أموال قد اتخذت للتجارة، فإن صاحبها يتجر فيها بالبيع والشراء، ويكسب منها كما يكسب كل تاجر من سلعته، فهي بهذا الاعتبار عروض تجارة مهما كانت موجودات أو طبيعة عمل الشركة التي أصدرتها، وإلى هذا ذهب ندوة البركة الثانية، وبعض الهيئات الشرعية للبنوك الإسلامية، وذلك إذا كان من ضمن موجودات الشركة نسبة ولو يسيرة من الأعيان (غير النقود والديون).

<sup>(1)</sup> - محمد عبد الغفار الشريف، أحكام السوق المالية، مرجع سابق الذكر، ص 1290.

<sup>(2)</sup> - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مرجع سابق الذكر، ص 225.

واستدل أصحاب هذا القول بالآتي:

- قوله عليه الصلاة والسلام: "من باع عبدا فماله للذي باعه إلا أن يشترطه المبتاع"، وقياسا على ذلك يجوز بيع الورقة المالية بغض النظر عما في موجوداتها من الديون والنقود، فإن من موجوداتها أصولا عينية ونقودا، فتأخذ حكم الأصول بالإضافة إلى أن المساهم عند شرائه السهم لا يقصد بذلك امتلاك موجودات ذلك السهم، بل ربما لا يعلم ما في الشركة من موجودات، وإنما قصده الحصول على الربح إما بالمضاربة بالسهم في السوق المالية (الأرباح الرأسمالية)، أو بالاحتفاظ به حتى موعد توزيع الأرباح (الأرباح الدورية)، فالنقود أو الديون التي من موجودات الشركة ليست مقصودة له، ولو كانت تمثل النسبة العظمى من تلك الموجودات.

- الأوراق المالية ومنها الأسهم سلعا تُباع وتُشترى، وصاحبها يكسب منها كما يكسب كل تاجر من سلعته، وقيمتها الحقيقية التي تُقدر في الأسواق تختلف في البيع والشراء عن قيمتها الإسمية.

**1-2- القول الثاني:** يرى أصحاب هذا القول أن للسهم حكم ما يمثله في موجودات الشركة التي أصدرته، من أصول عينية أو نقود أو ديون أو منافع، فيختلف حكمه باختلاف تلك الموجودات، وبهذا القول صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته الرابعة.

وقد احتج أصحاب هذا القول بما يلي:

- السهم ما هو إلا مستند لإثبات حق المساهم، فلا قيمة له في ذاته، وإنما بما يمثله من موجودات الشركة، فيجب أن يأخذ حكمها<sup>(1)</sup>، وأن التقلب في القيمة السوقية ارتفاعا وانخفاضا أمر طبيعي لأن رأس المال المدفوع قد استخدمته الشركة في شراء موجوداتها، وهذه الموجودات استخدمت في أنشطة إنتاجية قد تنجح فتقوي من مركز الشركة المالي، وقد تفشل فيحدث العكس، وفي كلتا الحالتين تتأثر القيمة السوقية، لأن القيمة الحقيقية تعتبر مؤشرا موضوعيا للقيمة السوقية.

- مهما كانت طبيعة الشركة، فإن نصيب الشريك نافذ على موجودات الشركة.

## 2- حكم بيع وشراء الأسهم:

استقر رأي جماهير الفقهاء المعاصرين على جواز تداول الأسهم المباحة إلا أن بعض الفقهاء يحرم تداولها، ومن أدلتها:

- أن السهم جزء مجهول من رأس مال الشركة لا يعلم تحديده، وبيع المجهول لا يجوز، لنهي النبي -صلى الله عليه وسلم- عن بيع الغرر.

(1) - شركة المساهمة في النظام السعودي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الأول، ص 347.

- أن جزء من السهم أموال نقدية أو ديون، فيبيع السهم مع اشتماله على ذلك دون تحديد مقداره تماما يكون مبادلة مال ربوي بمثله مع الجهل بالتمائل، والجهل بالتمائل كالعلم بالتفاضل، ويمكن القول في هذا الصدد:

بأنه يمكن تحديد مقدار السهم ومكوناته من خلال دراسة القوائم المالية للشركة، ولو بقي بعد ذلك جهالة يسيرة فإنها تكون مغتفرة للقاعدة المعلومة من اغتفار اليسير، خاصة وأن تتبع الجزئيات في مثل هذا فيه حرج ومشقة ومن القواعد المقررة أن المشقة تجلب التيسير.

وأما النقود والديون في الشركة فإنها تابعة غير مقصودة، وبذلك لا يكون لها حكم مستقل، بل تكون تابعة لغيرها والقاعدة المتقررة في الفقه أنه يجوز تبعا ما لا يجوز استقلالاً، والدليل على ذلك حديث ابن عمر - رضي الله عنهما - أن النبي - صلى الله عليه وسلم - قال: "من ابتاع عبداً فماله للذي باعه، إلا أن يشترطه المبتاع"، فصح بذلك دخول المال في هذه المعوضة لكونه تابعا، وسواء كان المال موجودا أو في ذمم الآخرين، بالإضافة إلى أن الإمام مالك قال: الأمر المجتمع عليه عندنا أن المبتاع إن اشترط مال العبد فهو له، نقدا كان أو دينا أو عرضا، يُعلم أو لا يُعلم، وإن كان للعبد من المال أكثر مما اشترى به، كان ثمنه نقدا أو دينا أو عرضا.

فإذا قلنا بجواز تداول الأسهم، فيجب أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط:

- أن يكون موضوع نشاط الشركة مباحا.
- أن يكون تداول الأسهم بعد أن تبدأ الشركة في نشاطها الفعلي، وذلك بأن تمتلك بعض الأصول أو تشرع في بعض أعمالها أما قبل بدئها في نشاطها الفعلي، فإنه لا يجوز بيع الأسهم إلا بالقيمة الاسمية لها فقط، والسبب راجع إلى أن السهم قبل بدء الشركة في نشاطها الفعلي عبارة عن نقود فقط، فإذا باع صاحب السهم سهمه فيكون قد باع نقدا بنقد، فهنا لا بد من التقابض والتمائل، أما إذا شرعت الشركة في نشاطها وتحولت أموالها أو بعضها إلى سلع وخدمات فهنا تخرج من مسألة الصرف ويكون النقد تابعا.
- يشترط لجواز شراء الأسهم أن يكون المقصود هو اقتناء وتملك الأسهم، أما اتخاذ الأسهم سلعة تُباع وتُشترى بقصد كسب فرق السعر المتغير دون أن يكون له غرض في أسهم الشركة، ولا يريد تملك أسهمها فهذا محرم<sup>(1)</sup>.

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، (270/01، 576).

### المطلب الثاني: حصص التأسيس

حصص التأسيس من الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة كمكافئة للمؤسسين على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة، ولكن في الوقت الحالي أصبحت تمنح لغير المؤسسين وفي غير وقت التأسيس، لذلك أصبحت تسمى بحصص الأرباح.

#### أولاً- ماهية حصص التأسيس:

حصص التأسيس عبارة عن سندات أو صكوك تخول أصحابها الحصول على جزء من أرباح الشركة، وذلك مقابل الجهد الذي بذلوه في تأسيس الشركة، وأصحاب حصص التأسيس يستحقون هذا الربح دون أن تكون لهم حصة نقدية أو عينية في رأس مال الشركة، ولذلك فإن حصص التأسيس لا تعتبر أسهما لكونها لا تمثل حصة من رأس المال، كما أنها لا تعتبر سندات لأن حاملها لم يقرض الشركة<sup>(1)</sup>.

#### 1- مفهوم حصص التأسيس ونشأتها:

حصص التأسيس هي صكوك من دون قيمة اسمية قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة، تمنح الحق في حصة من أرباح الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات مقابل ما قدموه من جراء اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام<sup>(2)</sup>.

فحصص التأسيس بناء على ذلك هي عبارة عن نصيب مقدر من أرباح الشركة ممثلاً في شكل صكوك قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية لأولئك الذين قدموا خدمات أثناء تأسيس الشركة مثل براءة اختراع، أو تحصيل التزامات من شخص اعتباري عام<sup>(3)</sup>.

ويرجع ظهور حصص التأسيس لأول مرة إلى سنة 1858 بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس البحرية، فقد نص نظامها على إعطاء حصص تأسيس مكافأة لمؤسسي الشركة على الجهود التي بذلوها لإنجاز المشروع<sup>(4)</sup>.

(1) - جلال وفاء محمد، المبادئ العامة في القانون التجاري، الدار الجامعية، بيروت، 1988، ص ص 172، 184، 190.

(2) - صالح بن زاین المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، الكتاب 39، جامعة ام القرى، مكة المكرمة، 1985، ص 372.

(3) - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سابق الذكر، ص 113.

(4) - أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، مرجع سابق الذكر، ص 142.

## 2- خصائص حصص التأسيس:

- تمتاز حصص التأسيس بمجموعة من الخصائص، يمكن تلخيصها في الآتي<sup>(1)</sup>:
- حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة، لأن صاحب الحصة لم يقدم حصة في رأس المال بل أدى خدمات للشركة.
  - حصص التأسيس صكوك اسمية أو لحاملها، ولكن ليست لها قيمة اسمية.
  - ليس لحامل حصص التأسيس حق التصويت والمشاركة في إدارة الشركة.
  - لصاحب حصة التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية.
  - حصص التأسيس قابلة للتداول وفقا لتداول أسهم الشركة العادية، فيحق لأصحابها بيعها والتنازل عنها تبعاً لما إذا كانت اسمية أو لحاملها.
  - لا تصح تجزئة حصص التأسيس، فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك.
  - حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، وذلك لعدم مشاركة حاملها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة وبعد مضي ثلث مدة الشركة.
  - ليس لحامل حصص التأسيس، أي نصيب عند تصفية الشركة.

## ثانياً- الحكم الشرعي للتعامل بحصص التأسيس:

- حصص التأسيس لا تجوز من الناحية الشرعية، وذلك للأسباب التالية:
- صاحب حصة التأسيس ليس شريكاً في الشركة باتفاق القانونيين والشرعيين، لأنه لم يقدم حصة نقدية ولا عينية، ولا عملاً مستمراً مع أن العمل لا يجوز اعتباره حصة في شركات المساهمة، والشركات ذات المسؤولية المحددة حتى عند القانونيين.
  - الخدمة التي يقدمها صاحب حصة التأسيس غير محددة ولا مبنية، وتقوم الشركة في مقابل هذه الخدمة المجهولة بمنحه عدة صكوك، وهي صكوك لا هوية لها، فليست كالسندات من ناحية وليست كالأسهم من الناحية الأخرى.
  - بتطبيق عقود المعاملات الشرعية على حصص التأسيس يتضح بطلانها، على النحو التالي:

(1) - أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، مرجع سابق الذكر، ص142، سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص310، سميح عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص305، 306.

- لا يمكن تكييف هذه المعاملة على أنها بيع أي أن الشركة تبيع عدة صكوك مقابل خدمات صاحبها لجهالة الثمن والمثمن معا، إذ أن الخدمة التي قدمها صاحب حصة التأسيس ليست محددة حتى يرد عليها عقد البيع، كما أن الصك أيضا غير محدد من حيث ما يأخذه صاحبه، لأنه مقيد بنسبة الربح الذي هو معدوم عند العقد، أو مجهول يظهر في المستقبل.
- لا يمكن أن ينطبق عليها أحكام القرض، لأن صاحب حصة التأسيس ليس دائما للشركة<sup>(1)</sup>، فما قدمه من خدمات للشركة ليست قرضا واجب الأداء في ذمة الشركة.
- لا يمكن أن تُطبق عليها أحكام الإجارة، لأن من شرط الأجرة في عقد الإجارة أن تكون معلومة، وكذلك المنفعة.

بناء على ما سبق، لا يجوز إصدار حصص التأسيس وتداولها بالبيع ونحوه، ولا أن يُعطى أصحابها حقا في أرباح الشركة، ولا في الفائض من موجوداتها، ولكن لا بد من عدم حرمان المؤسسين والذين قدموا خدمات من أجل إنجاح الشركة من براءة اختراع أو حق امتياز من حقوقهم، فلكي لا تُهضم حقوقهم من الممكن استبدال هذه الحصص بمكافأة نقدية أو عينية تُعطى لهؤلاء مقابل ما قدموا من خدمات فعلية، أو تحويل قيمة هذه المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية تتساوى معها في جميع الحقوق والالتزامات<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: الحكم الشرعي لإصدار وتداول السندات

السندات نوع من الأوراق المالية التي يجري التعامل بها في الأسواق المالية المعاصرة، وتسمى أحيانا شهادات الاستثمار، لأنها عبارة عن قرض طويل الأجل تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تواريخ محددة.

#### أولاً- ماهية السندات:

تعتبر السندات أدوات تمويل طويلة الأجل تصدرها شركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال.

(1) - عبد الرحمان الجزيري، الفقه على المذاهب الأربعة، الطبعة الثانية، دار الكتب العلمية، بيروت، 2003، ص70.

(2) - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مرجع سابق الذكر، ص307، صالح بن زاین المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي، مرجع سابق الذكر، ص380.

### 1- تعريف السند لغتا:

السند لغتا هو الاعتماد، وما ارتفع من الأرض، ومعتمد الإنسان<sup>(1)</sup>.

### 2- تعريف السند اصطلاحا:

تعددت تعاريف الاقتصاديين للسند، نذكر منها:

- السند هو عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها.
- السند هو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات، وتتعهد الشركة بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار<sup>(2)</sup>.

### 3- خصائص ومزايا السندات:

تتميز السندات بمجموعة من المزايا، والخصائص أهمها:

- 3-1- السند أداة دين:** إن السند على خلاف السهم يعد دينا على الجهة التي أصدرته سواء كانت حكومة، شركة، مؤسسة، وحامله يرتب على الجهة المصدرة حق دائنيه، وبالتالي إذا أفلست يدخل حاملوا السندات مع غيرهم من الدائنين لاستيفاء حقوقهم.
- 3-2- تساوي قيمة السندات:** السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها.
- 3-3- قابلية السندات للتداول:** يتم تداول السندات بطريقة القيد أو التسليم، وتساهم هذه الخاصية في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوية.
- 3-4- السند أداة استثمارية ثابتة الدخل:** يعطي السند لحامله حقين أساسيين هما: حق الحصول على فائدة ثابتة، وقد تكون من دونها وهذا قليل، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق.

(1) - علي حسن يونس، الشركات التجارية، مطبعة الاعتماد، مصر، بدون سنة نشر، ص ص558،559.

(2) - محمد مطر، إدارة الاستثمار، مرجع سابق الذكر، ص45.

ثانيا- الحكم الشرعي لعناصر السند:

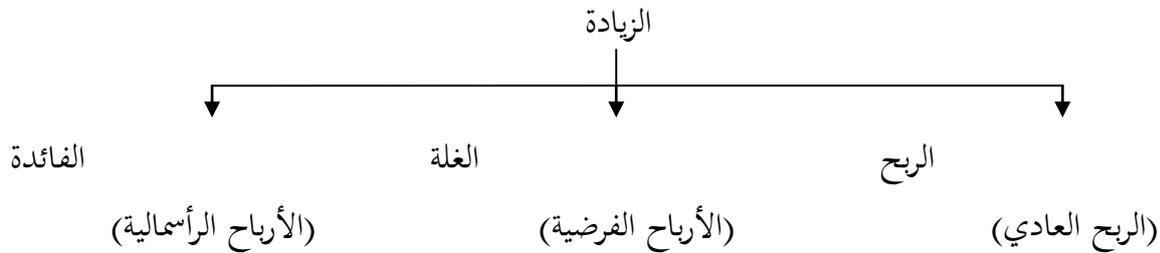
يتضمن السند مجموعة من العناصر، وجب الوقوف على الحكم الشرعي لكل عنصر من هذه العناصر.

1- القرض الذي يجز نفعاً في الفقه الإسلامي:

من القواعد المقررة في الشريعة الإسلامية أنه يحرم كل قرض جر نفعاً للمقرض، إذا كان ذلك مشروطاً في العقد، سواء تمثل هذا النفع في رد المقرض أكثر مما اقتضاه، أم أجود منه، أم غير ذلك، والسبب في ذلك هو تضمن هذا القرض للربا، لأن هذا الأخير يتناول كل مبادلة مالية مع زيادة في أحد البديلين بلا عوض وهذا محرم بقوله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ " (1).

2- الفائدة في الفقه الإسلامي:

ميز المالكية بين ثلاثة أنواع من الزيادة كالاتي (2):



فالاقتصاد الإسلامي يجعل لرأس المال حقا في فائدة غير ثابتة ولا محدودة سلفا، فائدة مرتبطة بالإنتاج ومنبثقة من تحمل صاحب رأس المال المشاركة في المخاطر، فالفرق بين تحريم الربا وإباحة الربح يجد غايته الحقيقية في تحريم استثمار الأموال عن طريق القروض بفوائد مضمونة ومحددة سلفا (3).

(1) - سورة البقرة: الآية 278.

(2) - شوقي إسماعيل شحاتة، نظرية المحاسبة المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، الزهراء للإعلام العربي، القاهرة، 1987، ص118.

(3) - أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، 1982، ص532.

### ثالثاً- آراء العلماء المعاصرون في التعامل بالسندات:

اختلف العلماء في حكم التعامل بالسندات، نذكر من هذه الآراء ما يلي:

**1- الرأي الأول:** لقد ذهب كل من مجمع البحوث الإسلامية بالأزهر ومجمع الفقه الإسلامي بجدة ومجلس الفكر الإسلامي بباكستان إلى تحريم السندات لتضمنها الربا والقمار والجهالة<sup>(1)</sup>.

- السندات بالخصائص التي تم التطرق إليها، لا يجوز التعامل بها شرعاً، لأنها تحتوي على قرض يجر نفعاً، والقرض الذي يجر نفعاً هو ربا بإجماع الفقهاء، والتعامل بالربا لا يجوز.

- السندات قروض إنتاجية تستخدم في الاستثمارات بعد تملكها، وتتضمن ضمان رد القيمة الاسمية لها مع زيادة ثابتة، فهي قروض ربوية أيضاً.

- حامل السند ليس بشريك في الشركة، ولا يحقق معنى الشراكة شرعاً، وذلك لمشاركة حامل السند في الربح بنسبة مئوية ثابتة دون الخسارة، وضمن رأس ماله كاملاً ربحت الشركة أم خسرت.

**2- الرأي الثاني:** يرى أصحاب هذا الرأي أن السندات سلع تُباع وتُشتري، وتنخفض أسعارها وترتفع، وليست قروضا زيدت نسيئة أو أنقصت تعجلاً، وإنما مال وكل أصحابه قائمين بأعمال الشركة لاستثماره<sup>(2)</sup>، لذلك أباحوا التعامل بهذا النوع من الأدوات المالية، لأن للربا نوعان، جلي وخفي، فالجلي حُرْم لما فيه من الضرر الظاهر، والخفي حُرْم لأنه ذريعة إلى الربا الجلي، فتحريم الأول قصد، وتحريم الثاني وسيلة، والجلي هو ربا النسيئة، بالإضافة إلى أنه لا يدخل الربا المحرم الذي لا يُشك فيه من يُعطي آخر ما لا يستغله، ويحصل له من كسبه حظاً معيناً، لأن مخالفة الفقهاء في جعل الحظ معيناً قل الربح أو كثر لا يدخل ذلك في الربا الجلي، فإن هذه المعاملة نافعة للعامل وصاحب العمل معاً، وذلك الربا ضار بواحد فقط بلا ذنب سوى الاضطرار، ونافع للآخر بلا عمل سوى القسوة والطمع، فلا يمكن أن يكون حكمهما واحداً<sup>(3)</sup>، وأيضاً في الربا يجب التفريق بين المحرم لذاته كربا النسيئة، والمحرم لسد الذريعة كربا الفضل، فالأول لا يُباح إلا للضرورة، أما الثاني فقد يُباح للحاجة والمصلحة الراجحة لذلك فالحاجة تدعو إلى إباحة هذا النوع من ربا الفضل<sup>(4)</sup>.

(1) - غريب الجمال، الأسس الاقتصادية، مجمع البحوث الإسلامية، المطابع الأميرية، القاهرة، 1973، ص364، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، قرار بشأن السندات، الدورة السادسة، قرار رقم (06/11/62)، جدة، 1410.

(2) - أمين مدني، الاستثمار المصرفي وشركات المساهمة في التشريع الإسلامي، الطبعة الثالثة، الدار السعودية، الرياض، 1405، ص40.

(3) - عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، مرجع سابق الذكر، ص154.

(4) - محمد رشيد رضا، تفسير المنار، الطبعة الثانية، دار المنار، 1947، ص129.

### 3- الرأي الثالث: إباحة تداول بعض أنواع السندات

3-1- إباحة تداول شهادات الاستثمار: أجاز بعض العلماء التعامل بشهادات الاستثمار، واستدلوا بما يلي<sup>(1)</sup>:

- أنها صورة من صور المضاربة.
- الفائدة التي يحصل عليها مالك هذه الشهادات هي نوع من المكافأة أو الهبة.
- شراء هذه الشهادات هو بنية مساعدة الدولة لا بقصد استغلال فرد معين.
- شهادات الاستثمار تحقق نفعاً للأفراد وللأمة، وهي من المعاملات الحديثة، والأصل في المعاملات الحل، فيجوز فيها ما هو نافع.
- وجود التراضي بين الطرفين يجعل المعاملة جائزة.
- تحديد الفائدة أو الربح أمر ضروري بعد فساد ذمم الكثير من الناس، فيرون من المصلحة جواز التعامل بها.

### 3-2- إباحة التعامل بالسندات اعتماداً على بعض أو أحد الأسباب الآتية:

- إباحة السندات للمصلحة: يرى البعض إباحة أخذ الفوائد على القروض للمصلحة التي تعود على الفرد والأمة، حيث تُيسر تمويل المشاريع التنموية والتجارية<sup>(2)</sup>.
- الأصل في السندات التحريم والإباحة للضرورة: فالسندات هي قروض بفائدة معينة لا تتبع الربح والخسارة، فإن الإسلام لا يبيحها إلا إذا دعت إليها الضرورة الواضحة التي تفوق أضرار السندات التي يعرفها الناس وقرها الاقتصاديون<sup>(3)</sup>، ويمكن إباحتها للغايات العمرانية التي لا بد منها في الدولة، وتقوم بها كذلك الشركات إذا كان من الضروري أن تظل قائمة بأعمالها التي لا غنى عنها، شريطة أن تقوم بإصدار

<sup>(1)</sup> - علي الخفيف، حكم الشريعة في شهادات الاستثمار، مجمع البحوث الإسلامية، المطابع الأميرية، القاهرة، 1983، ص126، محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن، 1998، ص181.

<sup>(2)</sup> - عبد الله عبد الرحيم العبادي، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، بدون سنة نشر، ص134.

<sup>(3)</sup> - محمد شلتوت، الفتاوى، الطبعة الثامنة، دار الشروق، جدة، 1975، ص355.

- سندات بفائدة مضمونة، تدفع من الأرباح التي لا شك في الحصول عليها من المشروع ما دام لا وسيلة غيرها تضمن لها البقاء، وما دام وجودها وبقاؤها ضروريا للمجتمع<sup>(1)</sup>.
- السندات قروض إنتاجية: يتعلق الربا المحرم بالقرض الاستهلاكي لما فيه من استغلال لحاجة المدين، أما القرض الإنتاجي فلا استغلال فيه لحاجة أحد، وإنما هو عقد رضي به الطرفان<sup>(2)</sup>.
- ما انتهى إليه المؤتمر السادس لجمع الفقه الإسلامي بجدة عام 1410هـ، إذ صدر القرار رقم 06/11/62 بشأن السندات، وهو ما يلي<sup>(3)</sup>:
- أن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع دفع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروع محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو عمولة أو عائدا.
- تُحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروض يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.
- كما تُحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة النسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.

(1) - عبد الرزاق السنهوري، مصادر الحق في الفقه الإسلامي، الطبعة الثالثة، معهد البحوث والدراسات العربية، 1967، ص 241-244.

(2) - علي الخفيف، حكم الشريعة في شهادات الاستثمار، مرجع سابق الذكر، ص 143.

(3) - <http://www.mubasher.info>. Consulté le 14/06/2011.

### المطلب الرابع: الحكم الشرعي للأدوات المالية المستحدثة

لقد أثارت الأدوات المالية المستحدثة خلافات عديدة بين العلماء، فبين مؤيد ومعارض يظهر الرأي الراجح من خلال الممارسة العملية لهذه الأدوات.

أولاً- عقود الخيارات:

تعتبر عقود الخيارات الأوسع انتشاراً من بين أنواع أدوات الهندسة المالية في الأسواق المالية.

#### 1- ماهية عقود الخيارات:

##### 1-1- مفهوم عقد الخيار: تعددت تعاريف عقد الخيار نذكر منها:

- تعريف (شانس):

"عقد الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي المشتري حقاً - وليس التزاماً عليه- أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد"<sup>(1)</sup>.

- تعريف (ستيف كروول):

"عقد الخيار هو عقد بين مشتري وبائع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع أو أن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً، ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر"<sup>(2)</sup>.

ومن هذا يتضح أن الفكرة الأساسية للخيار هي أن أحد الأطراف يرغب في تجنب بعض المخاطر والطرف الآخر يرغب في تحمل هذه المخاطر.

ومن الواضح أن جوهر تلك العملية يعتمد على تباين توقعات كل من مشتري الخيار ومصدره تجاه الأسعار المستقبلية للأصول محل التعاقد، وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة تحقق توقعات مشتري الخيار بشأن الأوراق المالية محل التعاقد فإن أرباحه غير محددة بينما تكون خسائره في حالة عدم تحقق توقعاته محددة فقط بقيمة العلاوة المدفوعة لمصدر الخيار، حيث أنه ليس ثمة التزام على مشتري الخيار لتنفيذ العقد"<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup>- عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 153.

<sup>(2)</sup>- Jack Clark Francis & William Toy, The hand book of Equity Derivatives, Op-Cit, p06.

<sup>(3)</sup>- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 81.

- يمكن إعطاء تعريف شامل لعقد الخيار على أنه: عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار، بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، وتسري عقود الخيارات على السلع، الأوراق المالية، العملات وكذلك على مؤشرات الأسهم، وحتى على العقود المستقبلية.

**1-2- عناصر عقد الخيار:** يمكن القول بأن عقد الخيار عبارة عن اتفاق بين طرفين:

### - الطرف الأول: مشتري الحق

وهو الشخص الذي يقوم بشراء الخيار سواء كان خيار بيع أو شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر الخيار<sup>(1)</sup>.  
وللمشتري الخيار حقوق يمكن ذكرها كما يلي<sup>(2)</sup>:

- شراء أو بيع كمية محددة من أصل ما ويحدد ذلك حجم العقد.
- تحديد سعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ.
- تحديد تاريخ التنفيذ النهائي أو نهاية فترة تنفيذ الخيار.
- خيارات الشراء تعطي للمشتري حق الشراء وخيارات البيع تعطيه حق البيع.
- أما فيما يخص واجباته فهي تتمثل في قيامه بدفع مكافأة لمحرر الخيار .

### - الطرف الثاني: محرر الحق

وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر مقابل مكافأة، ويقصد بتحرير الحق أي إعطاء الحق<sup>(3)</sup>.

ولمحرر الخيار حقوق تتمثل في: أخذ المكافأة أو العلاوة.

(1) - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص322.

(2) - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص440.

(3) - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص322.

أما بالنسبة لواجباته: فهو ملزم ببيع أو شراء الأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ المتفق عليه، فإذا مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني للعقد فعلى محرر الخيار تنفيذ عملية البيع أو الشراء<sup>(1)</sup>.

- عناصر أخرى:

بالإضافة إلى طرفي العقد هناك مجموعة من العناصر الأساسية تتمثل في<sup>(2)</sup>:

- 1- تاريخ التعاقد: وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.
- 2- سعر التنفيذ: أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد وعادة ما يكون سعر السوق الجاري لهذا الأصل.
- 3- تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد يقرر فيه مشتري الحق طلب تنفيذ العقد وذلك وفقا للخيار الأمريكي<sup>(3)</sup>.
- 4- السعر السوقي: هو سعر الأصل في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- 5- العلاوة أو المكافأة: التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ (مدة الاستحقاق وكلما طالت المدة كان السعر أعلى)، أسعار الفائدة السائدة، العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيارات، تقلبات الأسعار.

(1) - زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، 2006، ص ص88، 89.

(2) - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق الذكر، ص 257.

(3) - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص 322.

## 2- عقود الخيارات من منظور إسلامي:

تعددت تعريفات عقد الخيار في الفقه الإسلامي نذكر منها:

### - تعريف مجمع الفقه الإسلامي:

"عقد الخيار هو الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة، أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين"<sup>(1)</sup>.

### - تعريف (علي الخفيف):

"عقد الخيار هو ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له"<sup>(2)</sup>.

### - تعريف (محمد وهبة الزحيلي):

"عقد الخيار هو عقد يخول صاحبه بيع شيء محدد أو شراؤه بسعر معين طيلة مدة معينة أو في تاريخ محدد، أو مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين"<sup>(3)</sup>.

ويمكن ذكر تعريف موجز لعقد الخيار على أنه: العقد الذي يكون فيه لأحد العاقدين، أو لكليهما حق إمضاء العقد أو فسخه، أو حق اختيار هذا المبيع أو ذاك<sup>(4)</sup>.

## 2-1- آراء العلماء المعاصرين في عقود الخيارات:

إن عقود الخيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية، هي عقود مستحدثة لا تندرج تحت أي عقد من العقود الشرعية.

### - المانعون والمجيزون لعقود الخيارات:

انقسم العلماء حسب رأيهم في مشروعية عقود الخيارات إلى فريقين، سنستعرض الأدلة التي استند عليها كل منهما، ثم مقابلة هذه الآراء ببعضها البعض، لنخرج بما نراه مرجحاً:

(1) - القرار رقم 07/06/65، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، ماي 1992.

(2) - علي الخفيف، مختصر أحكام المعاملات الشرعية، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة، بدون سنة نشر، ص 120.

(3) - محمد وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 02.

(4) - عبد العزيز الخياط، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (01): نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1998، ص 155.

### الفريق الأول: المانعون لعقود الخيارات

حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي فإن: "عقود الخيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز بيعه فإنه غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز فلا يجوز تداولها"<sup>(1)</sup>. ويستدل أصحاب هذا الرأي بما يلي:

#### تعارض عقود الخيارات مع تحقيق العدل بين طرفي العقد:

فعقد الخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة، أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد، فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، فمثلا مشتري حق الخيار يكون له استعمال حق الشراء إذا صدقت توقعاته، وارتفعت أسعار السوق عن سعر التنفيذ ولا يملك محرر الخيار في الحالتين إلا التنفيذ، لأن العقد بالنسبة له ليس خيارا وإنما هو التزام<sup>(2)</sup>.

#### اعتبار الشروط المرافقة لعقد الخيار من الشروط الفاسدة:

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد، أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد، أي فيه شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي مقتضى العقد.

#### انطواء هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده:

بيع الإنسان ما ليس عنده هو إنشاء الإنسان لعقد البيع، والمعقود عليه ليس في حياته ولا يعد الأصل موجودا إن كان محتمل الوجود، أو لم يكن وجوده يقينا، وقد اختلف فقهاء المالكية في حكم بيع الإنسان ما ليس عنده، لأنه المذهب الأقل تمسكا بشرطية وجود المعقود عليه حسب ما ذكره (محمد أبو زهرة): "وقد كان مذهب مالك أقل تمسكا بشرطية وجود المعقود عليه لينعقد العقد فأجاز العقد على معدوم سيوجد إذا كان العقد عقد تبرع كالوقف والهبة، ولم يجز العقد إلا على موجود في عقود المعاوضات (هي العقود التي تحقق منفعة لجميع أطرافها بحيث يأخذ كل منهم مقابل لما يعطيه) ولو كان سيوجد لأن ذلك يؤدي إلى الغرر والقمار في عقود المعاوضات"، ولكن ما جاء به (أحمد بن محمد بن أحمد الدردير) حيث قال: "وبقي من شروط اللزوم أن يكون العاقد مالكا للمعقود عليه أو وكيفا عنه وإلا فهو صحيح غير

(1) - القرار رقم 07/01/63، مجمع الفقه الإسلامي بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة، جدة، ماي 1992.

(2) - عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق الذكر، ص 34.

لازم"، ومن خلال هذا النص يظهر لنا بأن البيع يكون صحيحا ولو لم يكن المعقود عليه مملوكا للبائع عند إنشاء العقد، غير أنه لا يكون لازما إذا استقل أحد طرفي العقد بفسخه.

فالتطبيعي في المعاملات أن يتم تملك الأصل ثم يبيعه للمستثمر الذي يشتريه على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيما بعد ويحقق أرباحا وإلا كان بيع ما لم يقبض (وهو أن يتعاقد الإنسان على بيع أصل لم يكن في ملكه، وغلب على ظنه أنه سيكون بمقدوره أن يشتري الأصل الذي تعاقد على بيعه سواء كان أصلا عينيا أو أصلا ماليا، ويرى فقهاء المالكية أن غير الطعام يجوز بيعه قبل القبض ومنهم صاحب كتاب الكافي في فقه أهل المدينة المالكي حيث قال: "كل ما اشترت من العروض ما خلا المبيع من الطعام فلا بأس أن يباع ذلك كله قبل قبضه"<sup>(1)</sup>، وقد خالف (محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد ابن رشد (الحفيد) القرطبي الأندلسي) صاحب كتاب بداية المجتهد ونهاية المقتصد ما جاء به فقهاء المالكية بقوله: "أما ما كان يباع بعوض فلا خلاف في اشتراط القبض فيه، وذلك في الشيء الذي يشترط فيه القبض، وأما إذا كان قرضا فلا خلاف أيضا أن القبض ليس شرطا في بيعه بمعنى أنه يجوز للرجل أن يبيع القرض قبل أن يقبضه"<sup>(2)</sup>.

غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم به المضاربون، حيث يباع الأصل أولا ثم يشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمته السوقية عن القيمة التي سبق أن بيع بها، ومن ثم يبدو أن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأصل<sup>(3)</sup>، فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم مثلا لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم، وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار<sup>(4)</sup>.

#### أغلب عقود الخيارات صورية:

بما أن عقود الخيارات تعتمد على التسوية النقدية، يعني بدلا من أن يتم دفع قيمة التنفيذ، واستلام الأصل يقوم المحرر بدفع فرق السعر في السوق، وسعر التنفيذ المحدد في العقد لمشتري الخيار، وتنتهي العملية، وبالتالي فالتنفيذ العملي لحق الخيار بالشراء أو البيع أمر نادر في أسواق الخيارات، فهي لا يجري تنفيذها ولا

(1) - محمد بن عبد البر النمري القرطبي، الكافي في فقه أهل المدينة المالكي، دار الكتب العلمية، بيروت، بدون سنة نشر، ص319.

(2) - محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد بن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، الجزء الثاني، مطبعة الاستقامة، القاهرة، 1952، ص157.

(3) - عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، مرجع سابق الذكر، ص35.

(4) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص477.

يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع، ولا البائع يملك الثمن، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لفائدة التمليك، ولما كانت عقود الخيارات غير محققة لهذا المقتضى، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل.

### الغرر في عقود الخيارات:

هذه العقود تترافق مع غرر يتمثل في الجهالة، والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأصول الحقيقية أو المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض وأرباح لآخرين.

### عقود الخيارات عقود نمطية تتم بإرادة واحدة:

وبالتالي هناك قبول من دون إيجاب، فيسقط ركن من أركان عقد البيع، وتكون هذه العقود فاسدة<sup>(1)</sup>.

### الفريق الثاني: المجيزون لعقود الخيارات

يرى أصحاب هذا الرأي ومن بينهم (محمد وهبة الزحيلي)، جواز عقود الخيارات، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه، ويستدل أصحاب هذا الرأي بما يلي:

- لا نستطيع القول هنا بوجود الغرر ولأننا لا نستطيع الجزم بكونه كثيرا بمعنى غرر فاحش (هو مبادلة احتمالية تؤدي إلى انتفاع أحد الطرفين على حساب الآخر بحيث تكون نتيجة تبادل المخاطر صفرية، لأن الهدف ليس الانتفاع بالمال الذي تتعلق به المخاطرة، وحسب فقهاء المذهب المالكي ليس كل غرر مفسد للبيوع بل الغرر الفاحش هو المفسد ونستدل على ذلك بما ذهب إليه (الباجي) بقوله: "ما كثر فيه الغرر وغلب عليه حتى صار يوصف ببيع الغرر فهذا الذي لا خلاف في المنع منه وأما يسير الغرر فإنه لا يؤثر في فساد عقد البيع، لأنه لا يكاد يخلو عقد منه"<sup>(2)</sup>، فتلك مسألة يحكمها مقدار التغير في الأسعار، هل هو كبير أو صغير، وليس هناك مقياس علمي دقيق ينبئ بذلك على وجه الدقة أو قريبا منها لأنه إذا ثبت قلته فهو معتفر.

- ويرى (أحمد يوسف سليمان) في بحثه (رأي التشريع في مسائل البورصة) في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية بأن الشرط الذي اتفق عليه المتعاقدان في البورصة شرط صحيح وأن هذا المال الذي أخذه البائع من المشتري هو حق فلا يرد إلى دافعه، وبما أن للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز له أن

(1) - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية -، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 238.

(2) - أبي الوليد سليمان بن خلف بن سعيد بن أيوب وارث الباجي الأندلسي، المنقى شرح الموطأ، الطبعة الأولى، مطبعة السعادة، مصر، 1920، ص 414.

يبيع حقه هذا<sup>(1)</sup>، ويرى أيضا جواز الخيارات المزدوجة، إذا كانت الكمية المضاعفة معلومة ولنفس الأسباب.

- ويرى (محمد علي القري)<sup>(2)</sup> جواز عقود الخيارات، حيث يرى أنها تحتوي على إشكالات فقهية ولكن لا يجب أن ترفض بسبب تلك الإشكالات، بل لا بد من فهم المغزى الحقيقي لوجودها ثم محاولة الوصول إلى صيغة لتفادي تلك الإشكالات، ويعلق الدكتور على بعض الاعتراضات الشرعية الواردة على عقود الخيارات ويقترح وضع ضوابط لتفادي هذه الاعتراضات يتم التطرق إليها في التكييف الفقهي لعقود الخيارات لاحقا.

## 2-2- الرأي الشرعي في شروط عقد الخيار:

بعد التطرق إلى آراء العلماء المحيزون والعلماء المانعون لعقود الخيارات نرى بأنه يصعب إعطاء حكم شرعي على عقود الخيارات، لهذا يجب دراسة ملائمة شروط عقد الخيار المتمثلة في (الأجل في البيع دفع بعض المال مقابل استخدام هذا الحق على سبيل التعويض) مع الأصول التشريعية الإسلامية لإبقاء الجائز منها وإخراج غير الجائز منها والبحث عن بديل له، بالإضافة إلى كيفية تسوية عقد الخيار.

### الأجل في البيع:

في عقود الخيارات يتم تنفيذ الالتزامات المترتبة عليها في وقت لاحق، ومحدد يسمى تاريخ التنفيذ ويؤجل تسليم الأصل ودفع الثمن إلى هذا التاريخ، ومن المعروف أن الأصل في البيع أن يكون البديلين مقبوضين حالاً أو أحدهما مقبوض والآخر مؤجل كما في عقد السلم، أما تأجيل البديلين فإنه خروج عن مقتضى الأصل، وقد أجاز الفقهاء تأجيل البديلين في حالات، نذكر منها:

- يجوز تأجيل الثمن في بيع السلم عند المالكية بثلاثة أيام، ولو بالشرط لأنه ليس مبنياً على جواز بيع الدين المؤخر بالدين المؤخر، بل هو مبني على القاعدة الفقهية الكلية: "ما قارب الشيء يعطى حكمه"<sup>(3)</sup> حيث اعتبروا هذا التأخير اليسير معفو عنه، ولذلك تم تأجيل البديلين إلى أجلين مختلفين.

(1) - أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، جدة، 1982، ص 425.

(2) - محمد بن علي القري، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 21، 22.

(3) - مالك بن أنس، المدونة الكبرى، دار صادر، بيروت، بدون سنة نشر، ص 141-143.

- يقول كل من (ابن تيمية) و(ابن القيم) بجواز بيع الدين لغير من عليه الدين بضمن مؤجل مستندي إلى قياسه على الحوالة\* فإن فيها بيع دين بدين على شخص آخر، وقد أورد الشرع جوازها لأن في هذا مصلحة للمتعاقدين فقد يكون صاحب الدين في حاجة إلى أصل ما ولا يجد ما يشتري به سوى هذا الدين، وربما يكون هذا الأصل غير موجود عند المدين، وليس هناك ضرر يلحق بالمدين إذ هو مطالب بإيفاء الدين سواء للدائن الأصلي، أو لمن يجل محله وليس هناك مانع شرعي يمنع من ذلك فيكون جائز.

- وقد أجاز بعض العلماء المعاصرين تأجيل البدلين، حيث يرى فقهاء المالكية جواز تأجيل البدلين بشرط أن تكون المدة قصيرة، والسبب هو أنه من باب الغرر اليسير، وعدم جوازه في المدة الطويلة.

### دفع بعض المال على سبيل التعويض:

يتمثل الضمان في عقود الخيارات في دفع مبلغ مالي على سبيل التعويض عن حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه ويقاس التعويض على المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار لمحرره، لأنه لا يختار إلا ما يناسب مصلحته، وبالتالي هذا تعويض مقابل لهذا الحق، ويجعل له القول الفصل في ترتيب العقد ويقوم مشتري الخيار بدفعه للمضارب بمحض إرادته طبقاً لما يتفق عليه الطرفان، فالمالكية يجيزونه على سبيل القياس لما يحققه من المصلحة وليس فيه ما يعارض الشرع<sup>(1)</sup>.

بالنسبة لدفع مشتري الخيار للمكافأة إلى محرره مقابل تنفيذ العقد، فهذا لا يؤكد ربح المشتري وخسارة المحرر، لأنه إذا تحققت توقعات المشتري وأجبر المحرر على التنفيذ، وكانت النتيجة ربح المشتري، فهذا ليس فيه إضرار للمحرر في حال كان التنفيذ للعقد يتطلب منه دفع مبلغ أكبر من المبلغ الذي سبق وأخذه، لأن محرر الخيار لم يتم إجباره على تحريره للخيار بل كان يطمح لكسب المكافأة ولم يحرره وهو متأكد من حدوث توقعات المشتري، ومن الممكن أن يكون سبب تحريره للعقد هو تقليص خسائره المتوقعة المتمثلة في انخفاض أسعار الأصول التي يملكها.

\* الحوالة: هي تسوية الدين الذي على الخيل للمحال عليه، وقد اشترط الفقهاء لصحة الحوالة ما يلي: وجود التزامين سابقين (دين للمحال على الخيل، ودين للمحيل على الخال عليه)، أن يكون الدينين معلومين، أن يكون مستقرين، تماثل الحقين في الجنس والصفة، وتساوي الدينين في الحلول والتأجيل.

(1) - زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مرجع سابق الذكر، ص 226.

كيفية تسوية عقد الخيار: يمكن التمييز بين نوعين من التسوية، إما تسوية بالتسليم والتسلم أو تسوية نقدية:

#### تسوية عقد الخيار بالتسليم والتسلم:

في هذه الحالة يتم تسليم العقود عليه من قبل البائع (وهو محرر الخيار في حالة خيار الشراء، ومشتري الخيار في حالة خيار البيع)، وتسليم الثمن من قبل المشتري، وهذا يحصل عندما يقرر مشتري الخيار تنفيذ العقد، وذلك بشراء الأصل محل الخيار في حالة خيار الشراء، أو بيعه في حالة خيار البيع وهو الأمر الذي لا يقدم عليه مشتري الخيار إلا إذا صدق توقعه، وذلك بارتفاع الأسعار في الحالة الأولى وانخفاضها في الحالة الثانية، والحكم في هذا النوع من التسوية يبنى على حكم إبرام هذا العقد، ذلك أنه عقد جديد منفصل عن عقد الخيار والظاهر أن هذا العقد باطل، وذلك لأن عقد الخيار عقد فاسد والعقد الفاسد يجب فسخه ورده<sup>(1)</sup>، وفسخ عقد الخيار يكون برد الثمن الذي قبضه المحرر من مشتري الخيار، وعدم إبرام عقد آخر بناء عليه فيكون العقد الجديد باطلاً، ولكن لو تم فسخ عقد الخيار وإبرام العقد الجديد على الأصل طواعية، واختياراً من غير التزام بعقد الخيار كان ذلك جائزاً.

#### تسوية عقد الخيار تسوية نقدية:

تختلف التسوية النقدية باختلاف طبيعة عقد الخيار:

#### حالة خيار البيع:

في هذه الحالة عندما تتحقق توقعات مشتري الخيار بانخفاض الأسعار يقوم بتنفيذ العقد، وذلك بأن يقوم بالبيع الفعلي للأصل محل الخيار، ولكنه بدل أن يسلم ما باعه فعلاً إلى المشتري يطلب منه أن يدفع له الفرق بين سعر البيع (وهو سعر التنفيذ) وبين سعر السوق، فكأنه اشترى منه ما باعه إياه بثمن أقل من الثمن الذي باعه به، فيكون كل واحد منهما مديناً للآخر بالثمن فتحصل المقاصة بين الدينين ويقبض صاحب الدين الأكبر (وهو مشتري الخيار) الفرق<sup>(2)</sup>، وهنا نجد شبهة بين هذه التسوية وبيع العينة\* الذي حرم من طرف المالكية بحيث قام الحنفية والحنابلة بإدخال من باع أصل بثمن حالي، ثم عاد فاشتراه من المشتري نفسه قبل أن يقبض الثمن، بثمن حالي أقل منه في بيع العينة، في حين لا يوجد نص صريح للمالكية في هذا الأمر.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراه في الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2004، ص 1079.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 1080.

\* بيع العينة: إذا باع شخص لآخر أصل بثمن مؤجل ثم اشتراه منه بثمن حالي أقل منه.

وبالتالي بناء على ذلك تكون التسوية النقدية في هذه الحالة من صور بيع العينة، لكن إذا لم يقبض البائع في العقد الثاني (وهو المشتري في العقد الأول) الثمن، وإنما حصلت المقاصة بين الدينين، فإن ذلك لا يكون من بيع العينة المحرم حسب المذهب المالكي، وبالتالي فالتسوية النقدية وإن كانت محرمة لا تكون من بيع العينة لعدم وجود الربا.

#### حالة خيار الشراء:

في هذه الحالة إذا تحققت توقعات مشتري الخيار بارتفاع الأسعار يقوم بتنفيذ العقد، وذلك بأن يقوم بالشراء الفعلي للأصل محل الخيار، ولكنه بدل أن يتسلم ما اشتراه فعلا من البائع يطلب منه أن يدفع له الفرق بين سعر الشراء (وهو سعر التنفيذ) وبين سعر السوق، فكأنه باعه ما اشتراه منه بثمن أكبر من الثمن الذي اشتراه به منه، فيكون كل واحد منهما مدينا للآخر بالثمن فتحصل المقاصة بين الدينين فيقبض صاحب الدين الأكبر (وهو مشتري الخيار) الفرق<sup>(1)</sup>.

وفي هذه الحالة فإن بيع العينة لا ينطبق على خيار الشراء، لأنه في حالة خيار الشراء يقوم محرر الخيار ببيع الأصل بثمن حالي، ثم قبل أن يقبض الثمن يقوم بشراؤه من المشتري نفسه وهو مشتري الخيار بثمن أكبر منه، وكذلك لا ينطبق على خيار الشراء ما يعرف بعكس مسألة بيع العينة وهي أن يبيع الأصل بنقد يقبضه، أو لا يقبضه ثم يشتريه من مشتريه بأكثر من الأول، وقد أجازها المالكية إذا لم يكن المتعاملون بها من أطراف بيع العينة<sup>(2)</sup>.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 1081.

(2) - محمد بن أحمد بن رشد القرطبي، محمد حجي، المقدمات، الطبعة الأولى، دار الغرب الإسلامي، بيروت، 1988، ص 42.

ثانياً- العقود المستقبلية:

1- ماهية العقود المستقبلية:

1-1- تعريف العقد المستقبلي: تعددت تعريفات العقد المستقبلي نذكر منها:

تعريف (شانس):

"العقد المستقبلي هو عقد آجل شرطه نمطي ويتم التعامل عليه من خلال سوق منظمة ويخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر"<sup>(1)</sup>.

تعريف (أنتوني سوندرز):

"العقد المستقبلي هو العقد الذي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة، وهو اتفاقية بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق، بالإضافة إلى أن السعر في العقد الآجل يكون ثابتاً طوال مدة العقد، بينما العقود المستقبلية فتخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية"<sup>(2)</sup>.  
العقد المستقبلي هو التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل معين في مكان وزمان محددين وبموجب سعر محدد"<sup>(3)</sup>.

العقد المستقبلي هو العقد الذي يلزم صاحبه بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله وذلك إما في صورة نقدية أو صورة أوراق مالية تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزامه"<sup>(4)</sup>.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص213.

(2) - Antony Saunders, Financial Institution Management Second ed, published by Irwin, p496.

(3) - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق الذكر، ص270.

(4) - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص249.

العقد المستقبلي هو عقد آجل لكنه قابل للتداول في البورصة يعطي لمشتريه الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سابقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق<sup>(1)</sup>. من خلال ما سبق ذكره فإن: العقد المستقبلي هو عقد بيع أو شراء مستقبلي يتم إبرامه وقت الاتفاق يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين قد يكون سلعة، ورقة مالية، الخ وذلك بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم و التسلم في تاريخ لاحق، وليس لأحد المتعاقدين خيار في عدم تنفيذه، وعادة يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما على صورة نقدية أو بصورة أوراق مالية من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم.

### 1-2- عناصر العقد المستقبلي: يتطلب إنشاء عقد مستقبلي العناصر التالية<sup>(2)</sup>:

**مشتري العقد:** هو الطرف الملزم باستلام الأصل محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

**بائع العقد:** هو الطرف الملزم بتسليم الأصل محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) بالتاريخ المحدد في المستقبل.

**محل العقد:** يقصد به الأصل المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد، والذي قد يكون سلع، أوراق مالية عمالات، مؤشرات، الخ.

**السعر في المستقبل (سعر التنفيذ أو التسوية):** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

**تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

**1-3- شروط العقد المستقبلي:** اقتصر تنميط شروط العقد المستقبلي على وحدة التعامل، شروط التسليم، نظام الهامش والتسوية اليومية، حدود التقلبات السعرية، حدود المعاملات أو المراكز، ساعات التداول، بينما السعر وعدد العقود تركا للتفاوض عليهما من قبل طرفي العقد.

<sup>(1)</sup> - البنك المركزي المصري، أدوات التعامل في الأسواق المالية للمشتقات، المجلة الاقتصادية، المجلد الخامس والثلاثون، العدد الرابع، 1994/1995، ص101.

<sup>(2)</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق الذكر، ص369.

### وحدة التعامل:

يقصد بها حجم العقد أي عدد الوحدات التي يتضمنها، فالعقد المستقبلي تختلف عدد وحداته من أصل إلى آخر، ولكن عدد وحدات التعامل لا ينبغي أن يكون صغيراً إلى الحد الذي يمثل عقبة للمضاربين على أساس أن جزءاً من تكلفة المعاملات ثابت بصرف النظر عن حجم العقد، كما لا ينبغي أن يكون عدد وحدات التعامل كبير إلى درجة لا تناسب المستثمرين الذين يرغبون في تغطية مراكزهم، بالإضافة إلى أن التعامل في سوق العقود المستقبلية ينطوي على قدر كبير من الرفع المالي مما يعني أنه لا مبرر للشراء بكميات صغيرة، فما يدفعه المستثمر عند التعاقد هو الهامش المبدئي الذي يمثل مبلغ منخفض نسبياً بالقياس إلى حجم العقد، حيث أنه في العادة يتراوح بين 05% و 10% من حجم العقد<sup>(1)</sup>.

### شروط التسليم:

تتضمن شروط التسليم التواريخ التي سيتم فيها التسليم والتي تتحدد بشهور معينة، أو في دورات ربع سنوية منتظمة، مواصفات الأصل محل التعاقد وبالتحديد مواصفات الصنف محل التعاقد إذا كان الأصل فيه أصناف، مكان وكيفية التسليم بحيث تختلف من أصل إلى آخر ويستثنى من ذلك العقود على مؤشرات الأسهم التي لا يوجد فيها محل التسليم إذ تتم تسويتها نقداً.

### نطاق الهامش والتسوية اليومية:

يبدأ نظام الهامش بالهامش المبدئي الذي يحدده بيت التسوية والذي يتمثل في مبلغ نقدي أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذون الخزانة، يودعه كل طرف لدى السمسار الذي يتعامل معه، والهدف منه تغطية الخسائر التي قد يتعرض لها، بحيث تتوقف قيمة الهامش على حجم العقد وحدود التقلبات السعرية المسموح بها وطبيعة الأصل محل التعاقد، والسوق التي يتداول فيها العقد، وحتى لا يترتب على التغيرات السعرية اليومية في سعر العقد استهلاك قيمة الهامش، فقد وضع بيت التسوية نظاماً للتسوية اليومية يقوم على تقييم العقد وفقاً لأسعار السوق، وفي هذه الحالة يصبح هناك هامش فعلي تختلف قيمته عن قيمة الهامش المبدئي بمقدار الأرباح أو الخسائر.

ولكن إذا ترتب عن الخسائر انخفاض في قيمة الرصيد الفعلي للهامش لأحد الأطراف عن نسبة في حدود 65% أو 70% من قيمة الهامش المبدئي، يطلق عليها بهامش الوقاية\* فإن السمسار يطلب من العميل

(1) - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق الذكر، ص 272.

\* هامش الوقاية: وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.

زيادة قيمة الهامش ليصل إلى مستوى الهامش المبدئي على أن تكون الزيادة نقدية، وفي حالة عدم القدرة على زيادة الهامش الفعلي يقوم السمسار بإقفال مركز العميل.

#### حدود التقلبات السعرية:

تفرض أسواق العقود المستقبلية حداً أقصى وحداً أدنى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد بحيث يجب أن لا يتخطاها السعر، ويرجع السبب في وضع هذه الحدود كونها تساعد على جعل الهامش المبدئي صغيراً نسبياً، وتختلف هذه الحدود من أصل إلى آخر، ويستثنى من ذلك العقود على مؤشرات الأسهم التي لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى بل تخضع لنظام قاطع دورة التعامل الذي بمقتضاه يتم إيقاف التداول لفترة زمنية على أساس قيمة الانخفاض في المؤشر الممثل للبورصة التي يتم فيها التداول، وفي حالة بلوغ تلك الحدود يمكن أن تقرر إدارة السوق وقف التعامل على العقد، أو تغيير تلك الحدود.

#### حدود المعاملات أو المراكز:

يقصد بها الحد الأقصى لعدد العقود التي يمكن أن يملكها مضارب واحد، والهدف منها تحقيق التوازن بين توفير السيولة وتوفير الأمان، ومنع المضاربين من ممارسة نفوذ أو تأثير غير ضروري على السوق<sup>(1)</sup>، ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل التعاقد وباختلاف البورصة التي يتداول فيها العقد.

#### ساعات التداول:

تحدد إدارة البورصة ساعات التداول لكل عقد فمعظم العقود على الأصول المالية يمتد تداولها إلى ست ساعات، ولكن توجد اليوم عقود يستمر تداولها على مدار الساعة وبالتحديد لأكثر من 20 ساعة في اليوم.

#### 2- العقود المستقبلية من منظور إسلامي:

لا يمكن الحكم على العقود المستقبلية بأنها جائزة أم لا إلا بدراسة كل نوع على حداً، وذلك حسب الأصل محل التعاقد، ولكن لتأكيد هذا الحكم يجب دراسة ملائمة بعض الأمور المتعلقة بالعقد المستقبلي مع الأصول التشريعية الإسلامية.

#### 2-1- الحكم الشرعي للعقود المستقبلية:

لتوضيح الحكم الشرعي للعقود المستقبلية سنتطرق إلى الحكم الشرعي لكل نوع من أنواع العقود المستقبلية على أساس الأصل محل التعاقد.

<sup>(1)</sup> - طارق عبد العال حماد، سلسلة البنوك التجارية "قضايا معاصرة"، الجزء الخامس: المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، مرجع سابق الذكر، 139.

### الحكم الشرعي للعقود المستقبلية على السلع:

نص البيان الختامي لندوة الأسواق المالية من الواجهة الإسلامية المنعقدة في الرباط بين 20 و25 ربيع الثاني 1410هـ على ما يلي: بعد تعريف العقد المستقبلي، "وهو معاملة يرى الفقهاء أنها لا تحقق مصلحة اقتصادية ولا تضيف جديدا في مجال الإنتاج أو التبادل، إذ أن الشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمن العقد قبض أحد العوضين على الأقل، وإذا كان هذا العقد باطلا فإنه يحرم التعامل به، ولا يرتب حقوقا، أو التزامات على طرفيه"<sup>(1)</sup>.

وقد رفض جمهور الفقهاء المعاصرين التعامل بالعقود المستقبلية على السلع لعدة أسباب منها:

- ما في هذ العقود من الربا المجمع على تحريمه، وهو ربا النسيئة، وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة حيث إنها تباع بالنقود الورقية، وهذه الأخيرة تتفق مع الذهب والفضة في علة الربا وهي الثمنية.

- مخالفة البيع على المكشوف في تداول العقود المستقبلية للشريعة الإسلامية من حيث محل البيع فالسلعة يجب أن تكون موجودة ومملوكة للبائع وقت العقد.

- مخالفة المبادلة العكسية في أسواق العقود المستقبلية للشريعة الإسلامية، فلا يجوز للمشتري أن يبيع السلعة التي اشتراها حتى تنتقل ملكيتها.

- انعقاد البيع في العقود المستقبلية على تأجيل الثمن والمثمن (السلعة)، وهذا يدخل في بيع الدين بالدين\* الذي يجمع العلماء على تحريمه.

- تنتهي غالب العقود المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، فإن كان ذلك شرطا في العقد كانت العقود المستقبلية من عقود القمار المحرم.

### الحكم الشرعي للعقود المستقبلية على أسعار الصرف:

نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه الثالثة عشر المنعقدة بمكة المكرمة في 05 شعبان 1412هـ: "إذا تم عقد الصرف مع الاتفاق على تأجيل قبض البدلين، أو أحدهما إلى تاريخ معلوم في المستقبل، بحيث

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، ص164.

\* بيع الدين بالدين: هو البيع الذي يؤخر فيه الثمن والمثمن، وهو بيع لا يجوز بإجماع الفقهاء حيث ذكر الإمام محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد ابن رشد (الحفيد) القرطبي الأندلسي صاحب كتاب بداية المجتهد ونهاية المقتصد إجماع الفقهاء على عدم جواز بيع الدين بالدين لا في الأصول العينية ولا في الذمة المالية.

يتم تبادل العملتين معا في وقت واحد في التاريخ المعلوم، فالعقد غير جائز لأن التسليم والتسلم شرط لصحة تمام العقد، ولم يحصل<sup>(1)</sup>.

- كما نص قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 07 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412هـ على ما يلي: "يتم التعامل بالعملات في الأسواق المنظمة بإحدى الطرق الأربع، ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين: الثالثة (أن يتضمن العقد تسليم عملة موصوفة في الذمة في موعد آجل، ودفع الثمن عند التسليم، وأن يتضمن شرطا يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم، وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز، وكذلك لا يجوز بيع العملة المشتراة سلما قبل قبضها)، أما الطريقة الرابعة فتتمثل في (أن يتضمن العقد تسليم عملة موصوفة في الذمة في موعد آجل، ودفع الثمن عند التسليم، دون أن يتضمن العقد شرطا يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا النوع هو الأكثر شيوعا، وهذا العقد غير جائز أصلا"<sup>(2)</sup>.

وقد ذكر (علي محي الدين القره داغي) أسباب عدم جواز إبرام العقود المستقبلية على العملات كالاتي<sup>(3)</sup>:

- في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

- في هذه العقود ربا النسيئة المجمع على تحريمه، وذلك أن العملة إذا بيعت بعملة أخرى اشترط في ذلك التسليم والتسلم، وهذا الشرط غير متوفر في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية حيث أن تأجيل التسليم والتسلم هو السمة الرئيسية لهذه العقود، فكانت بذلك محرمة.

- يكون في هذه العقود القمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية، والحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسلم نية العاقدين.

(1) - قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي لدورات (10، 11، 12، 13)، مكة المكرمة، 1991، ص 129.

(2) - القرارات 01-97، مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورات 01-10، جدة، 1991، ص 140.

(3) - علي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1992، ص 91.

### الحكم الشرعي للعقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

تعرف أيضا بالعقود المستقبلية على السندات، وهي أوراق تمثل ديناً لصاحبها على مصدرها، فبيعتها في الحقيقة هو بيع لذلك الدين الذي تمثله، وعلى ضوء ذلك يعرف حكم العقود المستقبلية على هذه الأوراق، وهو التحريم للأسباب التالية:

- ما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل، وبيع الدين لغير من هو عليه وإن كان جائزاً على القول الراجح، إلا أن ذلك يشترط كون العوض حالاً غير مؤجل، حتى لا يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه، وهذا لا يتوفر في العقود المستقبلية على هذه الأوراق، حيث إن الدين الذي تمثله هذه الأوراق مؤجل، ويباع بثمن مؤجل، وبالتالي فهو محرم.

- الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، وإذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية لم تتوفر فيه شروط التسليم والتسلم، والتماثل إذا بيعت بنقود من جنسها والتسليم والتسلم فقط إذا بيعت بغير جنسها، وهذا غير متوفر في العقود المستقبلية على تلك الأوراق المالية، حيث إنها تباع بنقود من جنسها تقل عن قيمتها الاسمية أو تزيد عليها مع اشتراط تأجيل التسليم والتسلم إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق.

- غالباً ما يكون البائع في العقود المستقبلية غير مالك للأوراق المالية التي أبرم عليها عقد البيع فهو بائع لما لا يملك وهو محرم.

- وفضلاً عن ذلك فالتسليم والتسلم الذي هو مقصود العقود غير مراد للمتعاقدين، إذ غالباً ما يتم تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين، وهذا يجعل التعاقد بهذا النوع من العقود يدخل في دائرة القمار.

### الحكم الشرعي للعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

نص قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 07 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412هـ على ما يلي: "لا يجوز بيع وشراء المؤشر، لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"<sup>(1)</sup>.

وبالتالي لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم للأدلة التالية<sup>(2)</sup>:

(1) - القرارات 01-97، مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورات 01-10، جدة، 1991، ص140.

(2) - علي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص91.

- ما في هذه العقود من وقوع العقد على ما ليس بمال ولا يؤول إلى المال، وذلك لا يجوز، لأن من شرط المعقود عليه أن يكون مالا، أو حقا متعلقا بمال، ومؤشرات الأسهم إن هي إلا أرقام مجردة يقع عليها العقد ، وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.

- حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم هي المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقما معيناً، أو عدمه على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بسعر التنفيذ، وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلاً، فالمرهن على الارتفاع يكسب الفرق إذا زاد سعر المؤشر عن سعر التنفيذ، والمضارب على الانخفاض يكسب إذا انخفض سعر المؤشر عن سعر التنفيذ، فكان كل واحد منهما إما رابحاً وإما خاسراً، وهذا هو ضابط القمار المحرم.

## 2-2- الرأي الشرعي في شروط العقد المستقبلي:

تتمثل تسوية العقود المستقبلية في إجراء الترتيبات اللازمة لتسليم المبيع إلى المشتري، وتسليم الثمن إلى البائع، ويتم ذلك عن طريق بيت التسوية، بحيث لا يحصل التقاء مباشر بين طرفي العقد، ويضمن بيت التسوية الوفاء بالتزامات الأطراف المتعاقدة، ولكن قد يترتب على تغير الأسعار في المستقبل على خلاف التوقعات تحمل أحد أطراف العقد خسارة كبيرة، قد لا يستطيع معها الوفاء بالتزامه بتسليم المبيع، أو دفع الثمن مما يلحق الضرر ببيت التسوية، ولتفادي هذا الضرر تم اتخاذ عدة إجراءات تتمثل في الهامش المبدئي، وهامش الصيانة، والتسوية السعريّة اليومية، لهذا سنحاول إظهار الرأي الشرعي في كل من ضمانات تنفيذ العقد المستقبلي.

### الهامش:

يعتبر استخدام الهامش معاملة معاصرة، تهدف إلى تحريك السيولة النقدية، وذلك عن طريق تشجيع التعامل بتمكين المتعاملين الراغبين في المتاجرة، وهم لا يملكون التغطية الكاملة لقيمة ما يشترونه.

### تعريف الهامش:

عرف (حسين عمر) الهامش بأنه: "نقود يقدمها عميل كدفعة جزئية من ثمن شراء أصل ما بموجب عقد"<sup>(1)</sup>.

أما معنى التعامل بالهامش في البورصة فهو: دفع المشتري جزءاً من المال واقتراض الجزء الآخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية

(1)- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1992، ص 547.

المشترأة لدى السمسار كضمان للقرض<sup>(1)</sup>.

ويهيئ السمسار ذلك الجزء الذي يقترضه منه عميله، إما باستخدام تلك الأوراق المرهونة لديه في الاقتراض بضمائها من البنوك ولكن بسعر فائدة أقل، وإما بإقراض المشتري (عميله) من الأرصدة الدائنة لعملائه المتراكمة لديه، وإما بإقراضه الأوراق المالية المشتراة لغيره من السماسرة الذين يقترضونها لصالح عملائهم القائمين بالبيع القصير<sup>(2)</sup>.

آراء العلماء المعاصرين في التعامل بالهامش:

للعلماء المعاصرين آراء حول التعامل بالهامش يمكن ذكرها كالاتي:

- (علي محي الدين القرعة داغي): يرى عدم جواز التعامل بالهامش، لأن فيه ربا وهو اقتراض المال مقابل دفع فائدة ويرى أن البديل هو البيع الآجل<sup>(3)</sup>.

- (محي الدين أحمد): يرى بأن هذا التعامل غير جائز شرعا حيث يقول: "أن جوهر عمليات التعامل بالهامش مضاربة وأحكام الفقه الإسلامي تمنع المضاربة، وأن اقتراض المال لزيادة حجم التعامل مقابل دفع فائدة ثابتة على القروض ربا لا يجوز التعامل به شرعا، وعليه فلا يجوز التعامل بالهامش"<sup>(4)</sup>.

علة وجود القرض بفائدة ثابتة في التعامل بالهامش هي التي جعلته محرما، ولا يعود التحريم إلى طبيعة التعامل نفسه، فلو أقرضه السمسار المبلغ المطلوب بدون فائدة لأصبح التعامل جائزا، وإن تحديد نسبة الهامش لا بأس بها، لأنها تحد من المضاربات الحادة، وكذلك تحد من زيادة حجم التعامل بالدين ولأنها تساعد على استقرار السوق، فكلما ارتفعت نسبة الهامش زاد التعامل بالنقد، وبالعكس كلما انخفضت نسبة الهامش قل التعامل بالنقد، وبذلك يقل ضمان سداد القرض عند انخفاض الأسعار حيث ترتفع نسبة الخسارة وتتضاعف<sup>(5)</sup>.

(1) - John Downes & Jordan Goodman, Dictionary of finance and Investmen terms, Second edition published by Barrons, New York, p297.

(2) - علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ظل مبادئ الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989، ص161.

(3) - علي محي الدين القرعة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص16.

(4) - محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، 1995، ص428.

(5) - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، "دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق الذكر، ص194.

### أنواع الهامش:

يمكن التمييز بين نوعين من الهامش:

### الهامش المبدئي:

هو مبلغ نقدي يمثل نسبة مئوية من ثمن الصفقة، كما يمكن أن يكون أوراق مالية بقيمة تعادل نسبة الهامش المطلوب، بحيث يطلب من كلا طرفي العقد أن يودعه لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه وذلك بهدف استعماله في تغطية النفقات التي تترتب على إخلال أحد الطرفين بالتزاماته بالنظر إلى كون كل واحد منهما مدينا للآخر، وذلك أن البائع إذا امتنع عن تسليم المعقود عليه في وقت التسليم، فإن بيت التسوية يقوم بتسليم الثمن من المشتري، ثم يشتري به الأصل محل التعاقد ويسلمه للمشتري، وإذا لم يكف الثمن لذلك فإن بيت التسوية يقوم بتغطية النقص من حساب الهامش المبدئي الخاص بالبائع، أما إذا كان المشتري هو الذي امتنع عن تسليم الثمن، فإن بيت التسوية يقوم بتسليم المعقود عليه من البائع، ثم يقوم ببيعه في السوق بالأسعار الجارية لحساب المشتري، ويسلم ثمنه للبائع، وإذا كان ثمنه أقل من الثمن المستحق للبائع فإن بيت التسوية يقوم بتغطية النقص من حساب الهامش المبدئي الخاص بالمشتري.

في هذه الحالة يوجد مسألتان:

أ/ المسألة الأولى: حقيقة الهامش المبدئي، وحكمه، وحكم تصرف بيت التسوية فيه.

الظاهر أن الهامش المبدئي في حقيقته الشرعية يعد رهنا بالدين الذي على كل من البائع والمشتري فهو من البائع رهن بالدين الذي عليه، وهو المعقود عليه، وهو من المشتري رهن بالدين الذي عليه، وهو الثمن، وبالتالي فحكم الهامش المبدئي مبني على معرفة حكم رهن النقود، وبما أن رهن النقود جائز بالاتفاق، ومن ثم فالهامش المبدئي جائز شرعاً، ولكن ليس بالنظر إلى العقد الذي نشأ عنه الدين المرهون، وبالتالي فإن تصرف بيت التسوية في الهامش المبدئي للوفاء منه بالدين جائز شرعاً، لأنه يفوض إليها بيع الرهن للوفاء بالدين من ثمنه.

وبالنظر إلى العقد الذي نشأ عنه الدين المرهون، فإن الهامش المبدئي يكون غير جائز شرعاً، وذلك أن العقد الذي نشأ عنه الدين المرهون وهو العقد المستقبلي باطل شرعاً، فيكون الرهن بشيء غير موجود بالنظر إلى الحقيقة الشرعية<sup>(1)</sup>.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 991.

ب/ المسألة الثانية: حكم تصرف بيت التسوية في المعقود عليه أو الثمن.

بما أن أنظمة السوق التي التزم بها طرفي العقد تفرض على بيت التسوية أن لا يسلم الثمن للبائع، أو المعقود عليه للمشتري حتى يفي كل منهما بما عليه، وأن بيت التسوية مسموح له بالتصرف في ذلك بالشراء بالثمن، أو بيع المعقود عليه إذا أخل أي منهما بالتزامه، فلم يسلم البائع المعقود عليه، أو المشتري الثمن وهذه حقيقة الرهن، ولكن بما أن المعقود عليه ديناً، والثمن ديناً أيضاً فإن حكم هذا الرهن وحكم تصرف بيت التسوية فيه يبنى على معرفة حكم رهن الدين، وبما أن رهن الدين جائز على القول الراجح فإن هذا الرهن من حيث هو، لا بالنظر إلى العقد الذي نشأ عنه الدين يكون جائزاً، وتصرف بيت التسوية فيه أيضاً جائز.

ولكن إذا نظرنا إلى أن هذا الرهن مرتبط بالعقد المستقبلي الذي هو عقد باطل فيكون رهن الدين في هذه الحالة باطلاً.

#### هامش الوقاية:

هو عبارة عن نسبة مئوية من قيمة الصفقة، أو من الهامش المبدئي يفترض أن لا يقل عنها رصيد البائع أو المشتري في حسابهما لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه كل منهما ولذلك فإنه إذا تحركت الأسعار بالارتفاع أو الانخفاض بحيث انخفض رصيد البائع في الحالة الأولى أو رصيد المشتري في الحالة الثانية وقلت تبعاً لذلك نسبة المبلغ الموجود في حساب أحدهما نتيجة الخصم، عن هذه النسبة، فإنه على الطرف الذي انخفض رصيده أن يودع في حسابه لدى بيت السمسرة مبلغاً إضافياً لكي ترتفع نسبة الرصيد إلى هذه النسبة المعبر عنها بهامش الوقاية.

وبالنظر في حقيقة المبلغ الذي يضاف إلى الحساب من الناحية الشرعية يتبين أنه رهن جديد مشروط على البائع أو المشتري إذا نقص رصيد أحدهما نتيجة الخصم من حسابه عن حد معين (هامش الوقاية)، لأن الرصيد السابق هو في الحقيقة الهامش المبدئي الذي سبق التطرق إليه بأنه رهن، فإذا خصم منه مقدار معين وخرج القدر المحصوم بذلك من الرهن لزم رهن مبلغ جديد هو المبلغ الذي يضاف، وحكمه لا يخرج عن حكم الهامش المبدئي.

#### التسوية السعرية اليومية:

يتم تغيير الأسعار في العقود القائمة بناءً على أسعار الإقفال، وكأن كل واحد من المتعاقدين أبرم صفقة عكسية وفق الأسعار الجديدة، ويمكن التمييز بين نوعين من التسوية:

### التسوية الدفترية:

وفيها لا يتم الخصم فعلا من حساب الطرف الخاسر، وإنما ينظر إلى حسابه كما لو أنه خصم منه مبلغ الخسارة وذلك لمطالبته بالإضافة إلى هذا الحساب، أو كأنه أضيف إليه مقدار الربح ليستطيع أن يسحب من ماله بالقدر الذي لا يخل بالهامش المطلوب، فيبقى هذا إجراء احتياطي لا إشكال فيه على فرض صحة العقد من الناحية الشرعية.

### التسوية الحقيقية:

وفيها يتم خصم مبلغ الخسارة من حساب الطرف الخاسر، وسحبه من رصيده وإضافته إلى حساب الطرف الرابح فهذا لا يجوز، وذلك بسبب أن التسوية السعرية تبنى على إبرام عقود بيع وشراء غير حقيقية وإنما هي عقود صورية والدليل على ذلك أن كلا طرفي العقد يظل محتفظا بمركزه في السوق ولو كان الذي جرى بيعا حقيقيا لخرج من السوق كما يحصل له إذا أبرم عقدا عكسيا، وإذا كان العقد صوريا لن يصح أن تبنى عليه أرباحا أو خسائر حقيقية، إذن كيف يعتبر الشخص رابحا أو خاسرا وهو لم يبيع ولم يشتتر؟، وبالتالي في ذلك دفع للمال بلا عقد، ولا في مقابله عوض.

بالإضافة إلى أن التسوية لا يراد بها قبض البائع للثمن، وقبض المشتري للثمن، وإنما المقصود بها المحاسبة على فروق الأسعار وحقيقة ذلك المراهنة على الأسعار، والتي هي نوع من القمار المحرم.

### ثالثا- عقود المبادلات (المقايضات):

#### 1- ماهية عقود المبادلات:

**1-1- مفهوم عقود المبادلات:** يعرف عقد المقايضة بأنه اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون الإخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون الإخلال بحق كل منهما لتلك الأصول<sup>(1)</sup>.

(1) - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق الذكر، ص 285.

## 1-2- أنواع عقود المبادلات:

تم استخدام عقود المبادلات لأول مرة في العالم عام 1970 بالنسبة للعملات الأجنبية، وفي عام 1981 بالنسبة لأسعار الفائدة، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والضرائب، وبذلك امتدت ممارسة العقود المذكورة لأكثر من ربع قرن وشملت مجالات مختلفة للاستثمار.

**- مبادلات العملات:** مبادلة العملات هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين<sup>(1)</sup>:

العملية الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الآني بين العملتين.

العملية الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين.

**- مبادلات أسعار الفائدة:** يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة من جهة أخرى.

وتتضمن عقود المبادلات الخاصة بأسعار الفائدة نوعين<sup>(2)</sup>:

النوع الأول: مبادلات تقوم على ثبات الأساس الافتراضي، ويعد هذا النوع الأكثر شيوعا لهذه المبادلات، فهو يعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بضرورة تبادل هذا المبلغ، بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

النوع الثاني: مبادلات تقوم على أساس افتراضي متغير، ويعد هذا النوع أقل ممارسة مقارنة بالنوع الأول، فهو يقوم على اتفاق الطرفين على تبني مؤشرات معينة.

**- مبادلات السلع:** مبادلة السلع هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فورا، ويبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> – Roger Miller & David Van Hoose, **Money, Banking and Financial Markets**, publishing Thomson learning, U.S.A, 2001, pp227,228.

<sup>(2)</sup> – هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص170.

<sup>(3)</sup> – بنك مصر، التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، مرجع سابق الذكر، ص39.

- **مبادلات الضرائب:** يتم التعامل بهذه المبادلات بغرض تقليل بعض الالتزامات الضريبية المترتبة على عوائد رأسمالية منخفضة من الاستثمار في أصول معينة وخاصة السندات، حيث تبين بأن أفضل طريقة لتخفيض العبء الضريبي على هذه العوائد هو تبادل السندات المعينة بسندات مقارنة طويلة الأجل تعاني من خسائر معادلة في رأسمالها<sup>(1)</sup>.

- **المبادلات الخيارية:** تعتبر المبادلة الخيارية جمع بين خصائص عقود المبادلات وخصائص عقود الخيارات، حيث يستمد هذا النوع من المبادلات خاصية رئيسية للخيارات في أن للمشتري الحق وليس الالتزام في إلغاء العقد أو في استمرار ممارسته حتى نهاية الفترة المعتمدة، وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق مدفوعات ثابتة مع حقوق تدفق مدفوعات متغيرة كما هو الحال في عقود المبادلات<sup>(2)</sup>.

- **المبادلات المستقبلية:** وهي مبادلات تتضمن بعض خصائص العقود المستقبلية، وذلك لإضفاء نوع من التنظيم الرسمي على عقود المبادلات، وخاصة اعتماد معايير معينة في تحديد مجال تغير الأسعار، وقد أُدخلت هذه العقود حيز التداول لأول مرة في عام 1991 .

## 2- الحكم الشرعي لعقود المبادلات:

### الجدول رقم (02-02): الحكم الشرعي لمختلف أنواع عقود المبادلات

الحكم الشرعي	نوع عقد المبادلة
إن حقيقة مبادلة أسعار الفائدة ليست مبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، وإنما هي مبادلة بين مقدار معلوم من النقود، يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد، بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في الوقت المحدد لإجراء المبادلة. وبالتالي فهو بيع نقود بنقود، ولكن دون الالتزام بشروط الصرف <sup>(*)</sup> مع التفاضل والتأجيل، وهناك حالتين: - إذا كانت النقود من نفس الجنس، أي من نفس العملة دخل على المعاملة ربا الفضل وربا النسيئة.	مبادلة أسعار الفائدة

(1) - هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص172.

(2) - مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر، وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994، ص16.

(\*) يشترط لصحة معاملة بيع النقود بالنقود: التماثل، الحلول، التقابض في مجلس العقد إذا كانت النقود من جنس واحد، أما إذا كانت من جنسين مختلفين فنكتفي بالشرطين الثاني والثالث.

<p>- أما إذا كانت النقود من جنسين مختلفين، أي من عملتين مختلفتين هنا دخل على المعاملة ربا النسيئة فقط.</p>	
<p>العقد الأول: بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا، وهذا لا إشكال فيه، إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض.</p>	<p>مبادلة العملات</p>
<p>العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا، وهذا عقد محرم لأنه صرف مستأخر تأجل فيه قبض العوضين، فدخله ربا النسيئة ويبيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.</p>	
<p>العقدين معا:                  - إذا كان السعر في العقد الأول يختلف عن السعر في العقد الثاني: بالرغم من عدم جواز العقد الثاني شرعا إلا أنه لا يفسر العقد الأول(*).                  - إذا كان السعر في العقد الأول مساو للسعر في العقد الثاني، وهنا توجد حالتين:                  الحالة الأولى: أن يكون بمثابة البيع، وحكمه كحكم اختلاف السعر في العقدين.                  الحالة الثانية: أن يكون بمثابة القرض، وهنا توجد حالتين:                  - إذا اشترط كل واحد منهما على الآخر أن يدفع له فائدة على المبلغ الذي دفعه له، وهنا يعتبر قرض محرم لأنه ربا.                  - إذا كان بغير فائدة، فالحكم في ذلك يُبنى على حكم تبادل القروض بالشرط حيث أجمع العلماء على عدم جوازه شرعا.</p>	
<p>القول الأول: الجواز، ولكن بشرط إذا لم يكن المتعاملون بها من أهل العينة(**).</p>	<p>مبادلة السلع</p>

(\*) الدليل هو حديث بريرة - رضي الله عنها - أن الشرط لا يفسد العقد، إذا كان العقد في نفسه صحيحا، فقد أبطل النبي - صلى الله عليه وسلم - شرط أهل بريرة بأن يكون ولاؤها لهم، لكنه لا يُبطل العقد، فقال: " خذيها فأعتقيها، واشترطي لهم الولاء، فإنما الولاء لمن أعتق"، ثم قال: "ما كان من شرط ليس في كتاب الله، فهو باطل وإن كان مائة شرط"،

(\*\*) أهل العينة: هم أشخاص نصبوا أنفسهم لطلب شراء السلع منهم وليست عندهم، فيشترونها من التجار لبيعونها لمن طلبها منهم، فهي بيع من طلبت منه سلعة قبل امتلاكه إياها لطلبها بعد شرائها، وسميت بذلك لاستعانة البائع بالمشتري على تحصيل مقصده من دفع قليل ليأخذ عنه كثيرا.

<p>القول الثاني: عدم الجواز، والدليل أنه يشبه العينة في اتخاذه وسيلة إلى الربا. القول الراجح: تجوز مبادلة السلع، إذا لم يقصد بذلك التحايل على الربا كأن يكون العقد الثاني شرطا في العقد الأول، ولا تجوز هذه المبادلة إذا ظهر فيها قصد التحايل على الربا، وإذا كان الغرض منها أخذ نقود مقابل نقود أكثر منها، والسلعة ليست مقصودة بالعقد ولا يجري لها قبض أصلا.</p>	
---	--

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على:

- 1- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص ص. 1104، 1105
- 2- نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، 2001، ص ص. 235، 236
- 3- عبد الله بن احمد بن قدامة، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، عبد الفتاح محمد الحلوي، المغني، الطبعة الثانية، دار هجر، 1992، ص ص. 170، 171.
- 4- منصور بن يوسف البهوتي، شرح منتهى الإرادات، الطبعة الأولى، علم الكتب، بيروت، 1993، ص 26.

المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية بالرغم من حداثة الهندسة المالية الإسلامية ومحدودية أدواتها الاستثمارية ومنتجاتها المالية التي تلخصت في مجموعة من الإصدارات أهمها الصكوك بمختلف أشكالها، الأسهم، بطاقة الائتمان، الخ، إلا أن السوق المالية الإسلامية سجلت نتائج لا بأس بها على المستوى العملي، حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك في العالم حتى نهاية 2012 مقدار 140 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى:

- وجود مجموعة من الإصدارات الإسلامية المختلفة نوعاً ما.

- الامتداد الجغرافي للسوق المالية الإسلامية.

- تزايد الطلب على المنتجات المالية من قبل المسلمين وغيرهم.

#### المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

ارتبطت الهندسة المالية الإسلامية بظهور المعاملات المالية الإسلامية، وبالرغم من قِدَم هذه الأخيرة إلا أنه لا يمكن التأريخ للهندسة المالية الإسلامية إلا في بداية ثمانينات القرن العشرين أي بعد ظهور الهندسة المالية بشكل عام، وعليه يجب الحديث عن مفهوم الهندسة المالية ثم بعد ذلك الخوض في تأصيل مفهوم واضح ودقيق للهندسة المالية الإسلامية.

#### أولاً- مدخل إلى الهندسة المالية الإسلامية:

ظهرت الهندسة المالية في منتصف الثمانينات بهدف دعم منشآت الأعمال لمواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي تفرضها السوق وبيئة المنشآت، فهي التصميم والتطوير لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل<sup>(1)</sup>، وتتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.

- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الإلكترونية.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة، إدارة الائتمان.

لذلك يجب التركيز على الأساليب والطرق التي تُعين على الابتكار وتمهد له، لأن الابتكار بطبيعته غير قابل للقياس والتنبؤ، إذ لو كان كذلك لما أُطلق عليه ابتكار، فالهندسة المالية بهذا المفهوم تدفع المؤسسات المالية كالبانوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، شركات إدارة مخاطر الائتمان، وشركات إدارة محافظ

(1) - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص22.

الأوراق المالية، الخ إلى رسم سياسات مالية قوية، وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة، واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من المتغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية من حيث أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، ربحية الأسهم، حركة اتجاهات الأسعار ومعدل الدوران في سوقي الأسهم والسندات. ويقتضي ذلك أن تقوم المنشأة المالية بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية.

### 1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية ومراحل تطورها:

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية عن 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 توجيهات الشريعة الإسلامية أو وفقاً لمنهج الدين الإسلامي<sup>(1)</sup>. ولقد مرت الهندسة المالية الإسلامية بتطورات يمكن تجسيدها من خلال تطور المؤسسات المالية الإسلامية كالآتي:

**1-1- مرحلة التنظير للهندسة المالية الإسلامية:** يرجع التنظير للهندسة المالية الإسلامية إلى قيام الدولة الإسلامية، واتساع تجارتها الداخلية والخارجية، وما نتج عنها من ضرورة ابتكار وإبداع أدوات مالية مطابقة للشريعة الإسلامية لتسهيل عملية المبادلات فظهرت بذلك كل من الوديعة، القرض الحسن، الحوالة والصرف، الخ، بينما نشأت الهندسة المالية الإسلامية كتخصص اقتصادي يرجع التنظير لها إلى الستينات عندما أخذت مجموعة من العلماء والفقهاء المسلمين تتصدى للبنوك والمؤسسات المالية التشريعية والتنظيمية القائمة على أساس الفائدة، من خلال<sup>(2)</sup>:

- الإجماع الكامل بحرمة المعاملات البنكية التجارية القائمة على أساس الفائدة.
- نشر مقالات ونظريات تنادي بتأسيس بنوك إسلامية تقوم على أساس غير ربوي وتكون بديلة للبنوك التقليدية.

<sup>(1)</sup> - فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل للهندسة المالية الإسلامية -، مجلة المصرفي، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم

<http://www.Kantakji.org/fiqh/Files/Markets/26.htm>. consulté le:14/05/2013.

<sup>(2)</sup> - محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، الطبعة الأولى، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2008، ص75.

**1-2- مرحلة بداية تطبيق الهندسة المالية الإسلامية:** تمتد فترة هذه المرحلة من بداية السبعينات حتى تسعينات القرن العشرين، واقتربت هذه المرحلة بانطلاق مسيرة البنوك الإسلامية، وتجسدت بشكل حقيقي في بنك دبي الإسلامي سنة 1975<sup>(1)</sup>، وما انجر عنها من تطبيق مبدئي للهندسة المالية الإسلامية تلخصت في وضع الأسس التطبيقية التي تقوم عليها الأساليب الإسلامية: كالمراجحة، المشاركة، المضاربة، سرعان ما أخذت عمليات الهندسة المالية الإسلامية تنمو وتتطور بفعل عدة عوامل أهمها<sup>(2)</sup>:

- تزايد عدد البنوك الإسلامية وظهور مؤسسات مالية إسلامية أخرى كصناديق الاستثمار الإسلامية.
- توجه البنوك التجارية التقليدية نحو إنشاء فروع خاصة بتقديم الخدمات البنكية الإسلامية مثل: قيام بنك مصر بفتح فرع الحسين للمعاملات الإسلامية سنة 1980.
- تنامي الطلب على المنتجات البنكية الإسلامية من قبل مختلف شرائح المجتمع.
- البدء بتطوير منتجات وأدوات مالية جديدة خارج نطاق المراجحة التقليدي، فظهرت صيغ تمويلية حديثة، كالإجارة المنتهية بالتملك، الإستصناع، المشاركة المتناقصة والسلم، الخ.

**1-3- مرحلة التوسع في استخدام الهندسة المالية الإسلامية:** امتدت هذه المرحلة من تسعينات القرن العشرين إلى يومنا هذا، واتسمت بالتوسع في تطبيق الهندسة المالية الإسلامية من خلال تجديد آليات التمويل الإسلامي وابتكار منتجات مالية ذات طابع إسلامي، هذا ما انجر عنه:

- ابتكار آليات وأدوات مصرفية إسلامية جديدة والتوسع في استخدام الأدوات القديمة من صناديق الاستثمار، صكوك الاستثمار، الشهادات الاستثمارية، الخ.

- ارتفاع عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وتزايد انتشارها عبر كافة أنحاء العالم.
- زيادة الوعي المالي الإسلامي بالدول العربية والإسلامية، الأمر الذي سمح بزيادة الطلب على المنتجات الإسلامية خاصة بعد تحقيقها لأرباح طائلة.
- ظهور منظمات تدعم الصناعة المالية الإسلامية كهيئة المحاسبة والمراجعة الإسلامية، المجلس العام للبنوك الإسلامية بالبحرين، مجلس الخدمات المالية الإسلامية في البنوك التقليدية.
- قوة المنافسة في مجال تقديم الخدمات المالية الإسلامية.

<sup>(1)</sup> - حسن سالم العماري، المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي، مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سوريا في ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 02-03 جوان 2005.

<sup>(2)</sup> - عبد السلام زايد، الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 38، 2008.

## 2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

بالرغم من أن الهندسة المالية الإسلامية هي امتداد للتقليدية، إلا أنه يمكن التمييز بينهما من خلال الخصائص الآتية<sup>(1)</sup>:

- تعتمد الهندسة المالية الإسلامية على إيجاد بدائل للمنتجات المالية التقليدية المتداولة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- أدوات الهندسة المالية الإسلامية هي عبارة عن منتجات مالية بسيطة غير معقدة أو مركبة، وذلك راجع إلى محدودية عددها بالسوق وكذلك إلى تقيدها بمعايير الشريعة الإسلامية.

- أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف.

- التنوع المتوفر في منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا، لأن كل أداة من الأدوات الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى.

- تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة المالية التقليدية، واستخدامها في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار، لأنها أقل مخاطرة بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة.

## ثانيا- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

للهندسة المالية الإسلامية مبادئ عامة تشترك فيها مع الهندسة المالية التقليدية، وأخرى خاصة تنفرد بها عن هذه الأخيرة.

## 1- المبادئ العامة: يمكن ذكرها كالاتي<sup>(2)</sup>:

- محاكاة احتياجات العملاء والمتعاملين الاقتصاديين: ويقصد بها الوعي والإدراك والإلمام بمعطيات البيئة المالية من خلال المعرفة والإطلاع التامين والمستمرين على الاحتياجات الفعلية لمتلقي المنتجات المالية والاستجابة لتطلعاتهم من خلال تصميم وتوفير أدوات مناسبة، مع مراعاة المصمم لتحقيق الكفاءة الاقتصادية بين الأعوان الاقتصاديين والعملاء العاديين.

<sup>(1)</sup> - طارق محمد، التمويل الإسلامي البديل للبنوك التقليدية، جريدة الشرق الأوسط، 18 نوفمبر، العدد 10948، 2008. <http://www.asharqalawsat.com?section=58&article=495310&issueno=10948> consulté le : 14/07/2013.

<sup>(2)</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي-، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ديسمبر 2000.

<http://www.halal2.com/research.detail.asp?id=26> consulté le : 15/05/2013.

- الإفصاح والشفافية في المعاملات: ويقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها المنتجات المالية التي يتم ابتكارها أو تطويرها لمنع الاستخدام الخاطيء لتلك المنتجات من طرف المضاربون.
  - وجود قيود تنظيمية: حيث تعمل الهندسة المالية ضمن قيود تفرضها السياسات والتشريعات الحكومية<sup>(1)</sup>.
- 2- المبادئ الخاصة:** والتي يمكن من خلالها التمييز بين الهندسة المالية التقليدية والإسلامية<sup>(2)</sup>:
- الالتزام بالنظم الشرعية: تنظم الأحكام الشرعية إصدار المنتجات المالية الإسلامية، هذا ما يجعلها أكثر انضباطا وإحكاما وتناسقا مع الأنظمة البشرية فيسهل بذلك المحافظة عليها والتعامل في ظلها، فمبادئ خلق المنتجات المالية الإسلامية تتبع مبادئ المؤسسات المالية الإسلامية في كونها لا تتعامل مع الجانب الاقتصادي فحسب، ولكنها انعكاس للقيم، التقاليد الاجتماعية والجوانب الجوهرية للقوانين الإسلامية، والتي قد تكون الدين والمعتقد، الحضارة، المجتمع والتعاليم الأخلاقية، عكس الهندسة المالية التقليدية التي يعتبر حافز الربح هو المحرك الأساسي للالتفاف حو منتجاتها في غياب الالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية التي تنظمها القوانين الوضعية.
  - تحقيق مصلحة جميع المتعاملين: تراعي الهندسة المالية الإسلامية العدل في تحقيق المنفعة بين جميع المتعاملين، فهي لا تقوم على نقل المخاطر من مستثمر إلى آخر، بل تعمل على تقاسمها بين المستثمرين، الأمر الذي لا يجعلها تسبب حالات عدم الاستقرار الناتجة عن المضاربات غير الأخلاقية.

<sup>(1)</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، العدد 02، المجلد 20، 2007.

<sup>(2)</sup> - Hamid Alhabib, les banques qislamiques, edition , Edition Economica, paris, 1990, p09.

## المطلب الثاني: التصكيك كأسلوب لتوفير المنتجات المالية الإسلامية

يمثل التصكيك عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أدوات مالية قابلة للتداول في سوق المال، لكنها تخضع إلى الضوابط الشرعية<sup>(1)</sup>، ويُرجع كثير من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي في شرحه عندما قال أبو هريرة لمروان بن الحكم أحللت بيع الصكاك، وقد نهي رسول الله - صلى الله عليه وسلم - عن بيع الطعام حتى يستوفى، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها<sup>(2)</sup>، وازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفتجة في ذلك الوقت، أما التصكيك كأداة قانونية اقتصادية تمويلية حديثة لتنمية الأسواق المالية فقد ظهر في الثمانينات من القرن العشرين في أمريكا لتفعيل قانون الرهن العقاري، وذلك لتحويل أصول مالية مرهونة غير سائلة إلى أصول مالية سائلة أو قابلة للتسييل في البورصات.

وقد تطورت الأسواق المالية، وخاصة أسواق السندات منذ سبعينات القرن العشرين، ولكن في بداية الثمانينات شهدت معظم الدول النامية أزمة المديونية الخارجية، حيث بدأ تعثرها في سداد ديونها في مواعيدها، فظهرت الحاجة إلى جدولة ديونها بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التوريق والتحديد ونحوهما.

ويظهر النظام العالمي الجديد المندفع نحو العولمة، وزوال الحواجز الجغرافية بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم، وتحرير أسعار الصرف، وإزالة معظم القيود على تدفقات رؤوس الأموال وما صاحبه من تأثير منظمة التجارة العالمية في عولمة الأسواق، كل ذلك دفع إلى زيادة الديون والاندفاع نحو المشتقات، وبالتالي التوجه لتحويل هذه القروض إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة من خلال توريق الديون سواء كانت الديون للدول والمشاريع أو البنوك الدائنة.

ومع صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي تم تحريم صك الديون إلى سندات ربوية قصد تداولها، وهذا فيه مشاركة في تفعيل التنمية بمنع آثار الربا السلبية وإيجاد الوسائل البديلة<sup>(3)</sup>.

(1) - محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطوير عملياتها)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 109.

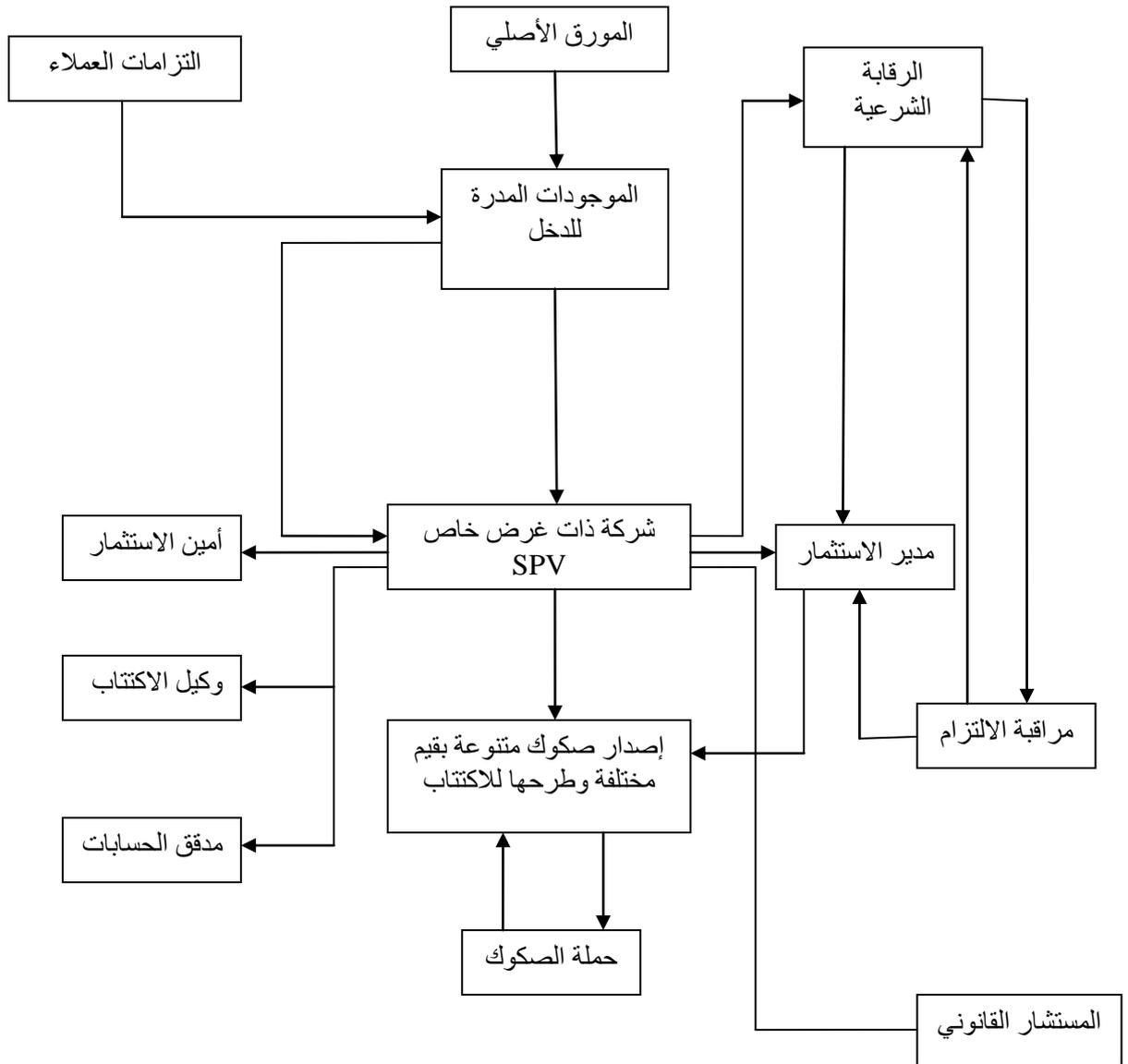
(2) - يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، الطبعة الثانية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992، 171/10.

(3) - أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية -، دار الكتاب الثقافي، أريد، 2008، ص 71.

أولاً- النموذج الإسلامي للتصكيك:

يمكن توضيح الطريقة الإسلامية للتصكيك من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (01-02): النموذج الإسلامي للتصكيك



المصدر: فؤاد محمد أحمد محسن، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات، أطروحة دكتوراه، قسم المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص24.

تستند عملية التصكيك في النموذج الإسلامي على أعيان أو منافع أو خليط من الأعيان والمنافع والديون، والتي يكون أساسها عقد شرعي استناداً لصيغ التمويل الإسلامية. وتسجل هذه الموجودات باسم الشركة ذات الغرض الخاص بحيث تنشأ علاقة بيع حقيقي أو عملية مشاركة في الموجودات بين هذه الشركة وبين المنشئ الأصلي للتوريق الذي يواصل أداء دوره كمدير بما في ذلك تحصيل الفوائد وأصل المبالغ التي هي في ذمة المقترضين وسداد أصل المبالغ إلى الشركة ذات الغرض الخاص، ويحقق المورق الأصلي مقابل هذه الخدمة (رسوم الإدارة)، ويتم إصدار صكوك الاستثمار بمبالغ متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات. ويتم دراسة هيكل الإصدار ووضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التوريق من طرف هيئة الرقابة الشرعية، وفي بعض الحالات يلزم وجود جهة ترأب التزام مدير الاستثمار بهذه المعايير، والاكتماب من المستثمرين في الصكوك الإسلامية يُحدث بينهم مشاركة تتم بصورة تراكمية.

### ثانياً- الخطوات العملية للتصكيك:

من بين تجارب التصكيك هناك تجربة بنك الشامل البحريني، حيث حدد هذا البنك عدداً من الخطوات العملية للتصكيك تتمثل في:

#### 1- الإجراءات التمهيدية لعملية التصكيك:

يتقدم العميل بطلب التمويل ودعم الطلب بالعديد من الوثائق، حيث يقوم قسم التسويق في البنك بمراجعة هذه الوثائق للتأكد من صحتها ليقوم العميل بعد ذلك بتوقيع عقد البيع من طرف واحد، أي أن العقد لا يتضمن توقيع البنك ولا تاريخ إبرام العقد، ولا كمية الأصل محل التعاقد، فهو بذلك عقد مؤقت، بعدها يقوم البنك بواجبه في عملية الشراء والبيع<sup>(1)</sup>. ومن البنود التي يتضمنها عقد البيع في بنك الشامل البحريني بند يتعلق باسم بنك الشامل ومن يمثله بصفته ويشار إليه بالطرف الأول وهو البائع، أما البند الثاني فيتضمن اسم المشتري ويشار إليه بالطرف الثاني، ثم يأتي البند الثالث الذي يُعبر فيه عن رغبة الطرف الثاني (المشتري) بشراء الأصل ذات الأوصاف المحددة وذلك من الطرف الأول (البائع)، بينما البند الرابع فيتضمن عدداً من المواد المتفق عليها والتي تعبر عن إرادة الطرفين.

(1) - وثيقة صادرة عن بنك الشامل، المنامة، 2002/10/10.

## 2- الإجراءات الأساسية المرتبطة بالشراء في عملية التصكيك:

يقوم قسم العمليات في بنك الشامل بمهمة الاتصال بقسم الخزينة للتأكد من قيام البنك بشراء الأصل محل التعاقد بالكمية والنوعية والسعر دون زيادة أو نقصان، وحسب ما تم الاتفاق عليه في المفاوضات الأولية بين البنك والعميل<sup>(1)</sup>.

ولكن لا يمكن المرور إلى مرحلة البيع إلا بعد قيام البنك بشراء الأصل وامتلاكه، ويتضمن عقد الوكالة الموقع من قبل الطرف الثاني (العميل) الموكل للطرف الأول (الوكيل) والذي يمثله بنك الشامل عددا من البيانات والبنود الأساسية، وبموجب هذا العقد يلتزم الوكيل باتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لتنفيذ عملية البيع من توقيع العقود وجميع المستندات اللازمة نيابة عن العميل وباسمه، والعمل على بيع الأصل للغير بالثمن الذي يراه الوكيل. وفي المقابل التزام الوكيل بإيداع ثمن بيع الأصل في حساب الموكل مقابل تسليم هذا الأخير لمستندات ملكية الأصل.

## 3- الإجراءات الأساسية المرتبطة بالبيع في عملية التورق:

تمثل هذه الإجراءات في ثلاث مراحل كالآتي:

**3-1- الموافقة المشتركة لبيع الأصل للعميل:** بعد قيام قسم الخزينة بينك الشامل بشراء الأصل وفق الشروط المتفق عليها يقوم قسم العمليات بينك الشامل بإجراءات الاتصال بالعميل لإعلامه بموافقة البنك على بيع الأصل له وفق الكمية المحددة، وحسب السعر النهائي الذي يتم الاتفاق عليه.

**3-2- بيع الأصل واستلام قيمته:** بعد انتهاء قسم الخزينة من عملية بيع الأصل للعميل والحصول على موافقته يقوم قسم العمليات بالاتصال بقسم الخزينة وبنك الشامل للتأكد من بيع الأصل واستلام قيمته وفق الإجراءات الشرعية الصحيحة، وحسب الوثائق القانونية المشروعة.

**3-3- تسليم البنك السيولة النقدية للعميل:** بعد استلام البنك لقيمة الأصل والتحقق من ذلك يقوم قسم العمليات بالاتصال بالعميل وإشعاره بأن المبلغ المتفق عليه مع البنك قد تم إيداعه في حساب العميل فضلا عن قيام البنك بإرساله إشعار إيداع يتضمن بيانات أساسية عن نوع الأصل وكميته وقيمه، حيث يقوم البنك بتنفيذ التعليمات الصادرة عن العميل، وبالخصوص في مجال تسديد ديونه لدى البنوك الأخرى.

<sup>(1)</sup> - أحمد فهد الرشيد، عمليات التورق وتطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص ص 143، 144.

**ثالثاً- التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية:**

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف من الصناعة الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، ويمكن ذكر التحديات التي تعيق تطبيقه كالاتي<sup>(1)</sup>:

**- الافتقار إلى الكفاءات والإطارات المؤهلة:** يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلاً خاصاً وكفاءات إدارية مدربة تكون على إلمام بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية التقليدية، ويتم حل هذه المشكلة من خلال تنظيم الدورات المتخصصة وورش العمل بالتعاون مع الهيئات الدولية مثل: المجلس العام للبنوك الإسلامية، معهد التدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، بالإضافة إلى تحفيز الموظفين على الابتكار بمكافأة كل من يأتي بفكرة أو يبتكر منتجاً مالياً تستفيد منه المؤسسة.

**- الافتقار إلى البحث والتطوير من قبل بعض المؤسسات المالية الإسلامية:** تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير.

**- غياب حقوق صاحب فكرة المنتج المالي المطور أو الجديد:** تقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي بتحمل تكاليف التطوير الباهظة ومخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، وبعد نجاح المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه والاستفادة منه دون تحمل تكاليف التطوير أو مخاطر التطبيق في مرحلة الاختبار، وهذا ما يثبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير والابتكار، لذا فإنه يفترض بالمؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إنشاء مركز لتطوير منتجاتها

<sup>(1)</sup> - فؤاد محمد محسن، المصارف الإسلامية- الواقع والتطلعات-، ورقة عمل مقدمة في إطار فعاليات المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا، دمشق، 13، 14 مارس 2006، ص ص06،05، فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية-مدخل للهندسة المالية الإسلامية-، مرجع سابق الذكر، ص18.

وقد قدم فعلا هذا المقترح في لجنة الصيرفة الإسلامية في مؤسسة النقد العربي السعودي وتمت الموافقة المبدئية عليه من قبل أعضاء اللجنة.

- **ضآلة أحجام البنوك الإسلامية:** تعتبر رؤوس أموال البنوك الإسلامية العاملة حاليا ضئيلة جدا مقارنة بالبنوك العالمية، حيث أظهرت الدراسات أن حوالي 75% من البنوك الإسلامية يقل رأسماله عن 25 مليون دولار أمريكي فقط يحول دون تحقيقها للأهداف التي أسست من أجلها ويعيق نموها ويكبح قدرتها على خلق المنتجات المالية، وعليه يفترض بها تطبيق سياسة رفع رأس المال وتوسيع قاعدة المساهمين أو الاندماج.

- **ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية وتوحيد المرجعية الشرعية:** تواجه أعمال المؤسسات المالية الإسلامية تحدي هام يرتبط بالسبب الرئيسي لتواجدها، وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية، وتضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية، وحتى داخل الدولة الواحدة، لذا يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهاد الجماعي ولتوحيد الفتاوى.

- **الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية:** تركز الهدف الأساسي للهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين وأهمل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهرى للمنتج المالي والمتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية والاقتصادية.

### خلاصة الفصل الثاني:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا للآتي:

✓ يجوز إصدار الأسهم العادية إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، ويحرم إصدار الأسهم الممتازة ذات الأولوية في الأرباح، وذات الأولوية في أموال الشركة عند تصفيتها، وفي المقابل لا يجوز إصدار وتداول السندات وذلك أن لفظ التداول يفيد معنى الاستمرار وتناقل السند من مستثمر إلى آخر مرفقاً بفوائد ربوية، وهذا يعني أن مشتري السند يظل دائناً للشركة المصدرة، ويتقاضى على دينه فوائد ربوية.

✓ كل من عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات غير جائزة شرعاً، لاشتمالها على الغرر، القمار، بيع الإنسان ما لا يملك، ناهيك عن كونها سبباً قوياً لحدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007.

✓ تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية، وذلك من خلال إمدادها بأدوات مالية وعمليات تمويلية، قديمة ومعدلة أو جديدة ومبتكرة تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية مثل التصكيك الإسلامي والمؤشرات الإسلامية.

# الفصل الثالث

## الفصل الثالث: واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية

لازالت السوق المالية الإسلامية بشكل عام، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص في بدايتها، حيث كانت بداية التحركات باتجاه إقامتها في العشرة الأخيرة عن طريق إقامة مؤسسات مالية إسلامية، ثم إنشاء هيئات دولية دورها الرئيسي ترسيخ مبادئ الفكر المالي الإسلامي، وهذا من أجل تفعيل الاستثمار الإسلامي والإشراف على نجاح وتطوير رأس المال الإسلامي، ويشترط لاستمرار هذه السوق في العمل أن تمارس، وتركز على الاهتمام بعرض كل المنتجات التي تقترحها على الهيئة الشرعية، والحصول على موافقة هذه الأخيرة قبل الدخول في أي اتفاقيات، لأن الاتفاقيات عادة ما تكون ملزمة، وهذا حتى تتفادى التباعد بين الشق الاقتصادي والشق الشرعي الفقهي، وحتى لا يحدث التقصير مثل ما أثر سلباً على تجربة العمل المالي والمصرفي الإسلامي في أندونيسيا، مع ضرورة الاهتمام بإحاطة الرأي العام الإسلامي والعربي والمتخصصين في حقل الاقتصاد الإسلامي والاستثمار، وكذلك أصحاب رؤوس الأموال بأهمية هذه السوق.

المبحث الأول: متطلبات وإجراءات تحويل سوق الأوراق المالية التقليدية إلى سوق أوراق مالية

### إسلامية

تتجه العديد من المؤسسات المالية التقليدية إلى التحويل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتقديم منتجات إسلامية للعديد من الدوافع، ويصعب أن يتخذ قرار التحويل هكذا جزافاً وبدون سبب، فلا بد من توفر خلفية ما من وراء قرار التحويل، وبالتأكيد فإن الدوافع الكامنة وراء التحويل تختلف باختلاف الجهة مصدرة القرار، وهذا ما ينتج عنه أشكال مختلفة للتحويل.

المطلب الأول: ماهية تحويل سوق الأوراق المالية التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

للوصول إلى التحويل الهيكلي في وجهة النظر العالمية تجاه المنتجات المصرفية الإسلامية يجب أن تنتقل الصناعة إلى ما وراء المحاور التقليدية مثل: ماليزيا ودول الخليج والتوسع في الأسواق الناشئة.

أولاً- مفهوم التحويل إلى سوق أوراق مالية إسلامية ودوافعه:

التحويل يعني الانتقال من وضع فاسد شرعاً، إلى وضع صالح شرعاً، ويشترط أن يكون الوضع بعد التحويل أفضل حالاً منه قبل التحويل، ويكمن الوضع الفاسد شرعاً في حالة ما قبل التحويل، وبحسب المؤسسات المتحوّلة وما تزاوله من أعمال لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذه المؤسسات وإن كانت تلتقي فيما بينها في بعض العوامل المشتركة، إلا أنه يظل لكل منها خصوصيته، فالفساد الذي تزاوله البنوك التجارية يختلف عن الفساد الذي تزاوله شركات التأمين، كذلك التحويل الخاص بالبورصة له خصوصية بحسب ما يجري فيها من أعمال وأنشطة وعقود ووظائف. بينما الوضع الصالح شرعاً فيكمن في نبذ التعامل بما لا يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية واستبداله بالتعامل المشروع، بما يلبي حاجات الفرد والمجتمع والدولة بالرجوع إلى أصول الاقتصاد الإسلامي والاستفادة من السعة المتاحة في اجتهادات علماء الإسلام قديماً وحديثاً في ابتكار البدائل، والدخول في عالم المنافسة.

ويمكن تلخيص مفهوم التحويل فيما يلي: " تغيير سوق الأوراق المالية لجزء من أساليب عملها وأنشطتها وممارساتها، التي هي محل مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وإحلال أو إضافة الأساليب والأنشطة والممارسات التي هي محل اتفاق لأحكام الشريعة الإسلامية، دون التوقف عن العمل وذلك من خلال التدرج، بحيث تصبح أغلب أعمال البورصة وأنشطتها منسجمة وموائمة لقواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية وضمن مبدأ الاستطاعة العامة، مع الإبقاء على ما لا يخالف أحكام الشريعة من الأساليب والأنشطة التقليدية المعتادة".

ولهذا التحول دوافع ومبررات، يمكن تلخيصها في الآتي:

### 1- الرغبة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية:

يعود سبب الرغبة في التحول إلى عدة عوامل، والمقصود هنا تحديدا العامل الديني والإيماني الذاتي، المتمثل في قناعة أصحاب القرار، بأن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مجالات الحياة عموما، وفي معاملات سوق الأوراق المالية خصوصا، هو الأصلح لأوضاع البشر.

بغض النظر عن أن التحول سيحقق مزيدا من الأرباح أم لا، وفي هذه الحالة يشكل عنصر الرغبة العامل الرئيسي خلف مشروع اتخاذ القرار، ولا يتعارض بالطبع التقاء هذا العامل مع العوامل الأخرى إذا لم يكن فيها مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية.

### 2- توقع تحقيق أرباح إضافية:

يعد السعي نحو تحقيق الأرباح وتعظيمها الهدف الأساسي لأي منشأة ولأسباب معينة يمكن تغيير نمط العمل والاتجاه نحو الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية للزيادة من فرص الكسب وتعظيم الربح ومن بين هذه الأسباب تنامي معدلات الطلب على المنتجات الإسلامية أكثر من معدلات الطلب على المنتجات التقليدية، وهنا يمكن أن ترتبط نظرية توقع تحقيق أرباح إضافية بعد خطوة تحول البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بعدة عناصر أهمها تلبية احتياجات العملاء<sup>(1)</sup>، وهذا ملاحظ من واقع ظاهرة تنامي العمل المصرفي الإسلامي، وتماشيا مع واقع مفروض، لن يكون تحول البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بعيدا عن تلك الظاهرة.

### 3- الدعم الحكومي الرسمي:

يتخذ الدعم الحكومي الرسمي لظاهرة التحول عدة أشكال، كلها تعد من الدوافع المحفزة إلى خطوة التحول، سواء اتخذ هذا الدعم شكله التشريعي ممثلا في قوانين تتضمن نصوصا وبنودا تتعلق بترخيص عملية التحول وتنظيمها، أو اتخذ شكله المادي، ممثلا بمساهمة الحكومة بحصة من رأس مال المؤسسة المتحولة بهدف إنجاحها، وإن البيئة الاقتصادية الخالية من الدعم التشريعي حتما لن تؤدي إلى أي عملية تحول، مثال ذلك الدول التي تتبنى أنظمة اقتصادية تمنع قوانينها قيام مؤسسات إسلامية، أما البيئة الاقتصادية الخالية من الدعم المادي وحده، فهذا يضعف من دوافع التحول لكنه لا يمنع.

(1) - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية -دراسة تطبيقية-، الطبعة الأولى، دار الفنائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص 129-133.

ثانياً- أساليب التحول إلى سوق أوراق مالية إسلامية:

أسلوب التحول هو الطريقة التي تتبعها سوق الأوراق المالية في تنفيذ عملية التحول للوصول إلى الذي قررت العمل من خلاله وفق أحكام الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>، وفيما يلي إظهار لأساليب التحول:

**1- أسلوب التحول الجزئي:**

يمكن تصور أسلوب التحول الجزئي في حالة شكل (نافذة إسلامية في سوق أوراق مالية تقليدية أو العكس)، وذلك بقيام إدارة السوق الراغبة بالتحول بتأسيس نافذة بشكلها الأولي، وبعد نجاح تجربة النموذج واكتساب الخبرة فيه، تبدأ إدارة السوق بالانتقال من هذا الشكل إلى الشكل المتقدم عنه، إلى أن تعمم التجربة لتصل إلى الحدود التي رسمتها الإدارة لنفسها، ويمكن تقييم هذا الأسلوب كالاتي:

**الجدول رقم (03-01): تقييم أسلوب التحول الجزئي**

سلبيات التحول الجزئي	إيجابيات التحول الجزئي
- صعوبة تحقيق استقلالية الشكل النموذجي عن البورصة الرئيسية إداريا وماليا، وبالتالي فشل الشكل النموذجي في إقناع المجتمع بجدية البورصة في تحولها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.	- تمتعه بدرجة عالية من الأمان، وذلك فيما لو تعرضت التجربة لأي خسارة سيكون ضررها محصورا في الشكل النموذجي الأولي <sup>(2)</sup> ، ولن تتأثر البورصة الرئيسية بهذه المخاطر مقارنة بتأثيرها فيما لو حدثت أثناء التحول دفعة واحدة.
- إن أية خسائر يتعرض لها الشكل النموذجي ستفتح الباب للتراجع عن فكرة التحول، ومن ثم سيهدد ذلك وجود النموذج واستمرارية التعميم إلى غيره، وانعكاس صورة سلبية عن موضوع التحول بشكل عام، الأمر الذي قد يؤدي إلى إحجام البورصات عن تقليد التجربة.	- إتاحتها لإدارة البورصة اكتساب الخبرة اللازمة في مجال التحول، والكفيلة بتقليل عدد الأخطاء والمشاكل التي قد تقع فيها البورصة أثناء انتقالها وتعميمها على بقية الأشكال.
- البعد الزمني وما يستدعيه من استمرار بعض ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، نظرا لضرورة قطع مراحل التحول الجزئي.	- تجنب ضرورة تحمل سلبيات ومخاطر التحول الفوري.
	- توفر قناة للاستمرار بتقديم الخدمات والمنتجات التقليدية، لأنه من الصعوبة التخلص منها دفعة

<sup>(1)</sup> - زين خلف سالم العطييات، تحويل المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2007، ص55.

<sup>(2)</sup> - سعود محمد الربيعة، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، الطبعة الأولى، منشورات مركز المخطوطات والتراث والوثائق، الكويت، 1992، ص543.

واحدة.	- الرغبة في تحقيق أرباح إضافية هي دافع هذا الأسلوب.
--------	---

المصدر: من إعداد الطالبة.

## 2- أسلوب التحول الفوري:

وذلك بقيام إدارة البورصة التقليدية بالتحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بإعداد برنامج شامل لتحول البورصة (كلياً أو جزئياً)، على أساس تحديد موعد معين للتحول بالشكل النهائي المقرر الوصول إليه دفعة واحدة، وذلك بعد الاستعداد الكامل لهذه الخطوة. ويمكن تقييم هذا الأسلوب كالتالي:

### الجدول رقم (03-02): تقييم أسلوب التحول الفوري

إيجابيات أسلوب التحول الفوري	سلبيات أسلوب التحول الفوري
- قصر الزمن الذي يستغرقه التحول، وهذا يؤدي إلى كسب مصداقية المجتمع بخطوة التحول لأن المجتمع غالباً ما يفضل التحول ( الفوري والكلي ) على التحول ( المرحلي والجزئي ) (*).	- عدم تمتعه بدرجة معلومة من الأمان، وذلك حسب الشكل النهائي المقرر الوصول إليه (**).
- سهولة تطبيق التحول الفوري في أشكال التحول الجزئي الأولية.	- انخفاض معدل كفاءة الأداء من حيث الكم والكيف، لعدم تلقي القوى العاملة التدريب العملي الكافي لمواجهة أعباء مهامهم الجديدة.
- التخلص الفوري مما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية إذا كان شكل التحول النهائي في الشكل الجزئي الأولي.	- زيادة التكلفة المتمثلة في نفقات العمل.
- الترخيص الفوري مما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية إذا كان شكل التحول النهائي في الشكل الجزئي الأولي.	- ارتفاع حدة الإشراف لضمان سلامة العمل.
- الترخيص الفوري مما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية إذا كان شكل التحول النهائي في الشكل الجزئي الأولي.	- انخفاض مستويات الروح المعنوية لدى القوى العاملة.

(\*) هذه الإيجابيات مرهونة في أمرين:

- في شكل التحول الكلي.

- في مدى ما ستمتع به البورصة من إعداد مسبق لكوادرها وتدريبهم بشكل كامل، ووضعهم لفرضيات كيفية التعامل مع المستجدات.

(\*\*) إذا كان شكل التحول (الجزئي) هو المقرر الوصول إليه بالتحول الفوري، ولم يخالفه النجاح، فالخيار سيكون التراجع عن الفكرة، ومن ثم سيهدد ذلك وجود النموذج واستمرارية التعميم إلى غيره، وانعكاس صورة سلبية عن موضوع التحول، الأمر الذي قد يؤدي إلى إحجام البورصات لتقليد التجربة، لكن ستكون الخسارة المادية والمعنوية محدودة بسبب إمكانية الاستمرار بالوضع التقليدي، أما إذا كان شكل التحول (الكلي) هو المقرر الوصول إليه بالتحول الفوري فإن سقف المخاطر سيرتفع أكثر في حال التعرض للفشل، وقد يعني عدم القدرة على الرجوع للوضع السابق، وخاصة إذا كان سوق البورصات هو سوق تنافسي، بحيث يوجد أكثر من بورصة، أو يسمح بإدراج الأوراق المالية في بورصات إقليمية ودولية.

العامة في البورصة.	الكلي.
- عدم إتاحتها لإدارة البورصة فرصة إيجاد البدائل للخدمات والمنتجات التقليدية، إذا كان الشكل النهائي المقرر الوصول إليه هو الشكل الكلي.	- تجنب ضرورة تحمل مساوئ التحول الجزئي والمرحلي.

المصدر: من إعداد الطالبة.

### 3- أسلوب التحول المرحلي:

هو عبارة عن قيام إدارة البورصة بإعداد خطة شاملة ومتكاملة لكل أقسام البورصة، لتحويلها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، طبقاً لبرنامج مرحلي على أساس جدولة مراحل التحول زمنياً وفقاً لمعايير شرعية وقانونية واقتصادية.

وقد يبدو مما سبق أن أسلوب التحول الجزئي والمرحلي متطابقين، وإن كان بينهما شيء من التقاطع إلا أن بينهما خلاف يمكن إظهاره فيما يلي:

#### الجدول رقم (03-03): الفرق بين أسلوب التحول الجزئي وأسلوب التحول المرحلي

أسلوب التحول المرحلي	أسلوب التحول الجزئي
- فيه الإرادة المسبقة للوصول إلى التحول الكلي. - يناسب التحول الكلي فقط. - يعتمد على التوازن والتساوي والتكامل والشمولية والتصميم.	- لا يوجد فيه إرادة مسبقة للوصول إلى التحول الكلي، وإنما يقوم على التجريب، وفي حال نجاح النموذج يمكن أن يعمم. - مناسب للشكلين من التحول (الكلي والجزئي). - يعتمد على التجزئة والتجربة.

المصدر: من إعداد الطالبة.

يملك أسلوب التحول المرحلي المزايا التالية:

- نفس إيجابيات أسلوب التحول الجزئي.
- يتوخى الحاجة الزمنية لكل مرحلة من المراحل.
- يراعي التوازن والتساوي والتكامل في التطبيق بين أقسام البورصة في وقت واحد.
- يتفادى مخاطر الأسلوبين السابقين.
- لا يقوم هذا الأسلوب على التجزئة والتجريب، وإنما على الشمولية.
- هناك إرادة سابقة فيه بالوصول لشكل التحول الكلي دون الجزئي.
- الرغبة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية هو دافع هذا الأسلوب.

- تحجيم الأنشطة المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية عبر الزمن، وتغليب الأنشطة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثاني: مصادر وأشكال التحول

تعددت مصادر وأشكال التحول، نذكرها كالاتي:

#### أولاً- مصادر التحول:

تتمثل مصادر التحول في الجهة المخولة التي ترغب باتخاذ قرار تحول سوق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت البورصة تحت إدارة وملكية القطاع العام، فتكون الجهة المخولة بإصدار قرار التحول هي جهة رسمية، ويمكن أن يتخذ قرار التحول بالآتي:

- التحول التبعي لقرار تحول النظام بأكمله للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- التحول الجزئي للبورصة وحدها دون تحول كامل للنظام، وذلك لأسباب اقتصادية صادرة عن دراسات جدوى عملية التحول ومساهمتها في رفع معدلات التنمية بشكل عام وتحقيقها مزيداً من الأرباح بشكل خاص.

أما إذا كانت البورصة تحت إدارة وملكية القطاع الخاص فتتسع فرص التحول نظراً لتعدد مصادره:

**1- مصدر خارجي:** أي خارج نطاق البورصة، سواء كان من خارج البورصة في نفس الدولة أو من خارج الدولة التي تعمل فيها البورصة، وينقسم إلى:

- جهة حكومية: تتخذ قرار أسلمة النظام الاقتصادي، أو النظام الكلي للدولة.
  - جهة خاصة (غير حكومية): وذلك من خلال شراء الحصة الأكبر في البورصة بهدف تحويلها.
- 2- مصدر داخلي:** أي من داخل البورصة، ويتم ذلك من خلال التصويت في الجمعية العامة، أو قرار مجلس الإدارة مثلاً: سوق دبي المالية التي اتخذت قراراً بالتحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في 01 نوفمبر 2006<sup>(1)</sup>.

(1)- محضر الاجتماع الخاص باتخاذ قرار تحول سوق دبي المالية إلى شركة خاصة تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً- أشكال التحول:

يمكن استنباط أشكال تحول البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية من أشكال تحول البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

1- التحول الكلي:

يتم بإحلال الأعمال الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية مكان الأعمال المخالفة دون تجزئة، ويمكن أن يكون هذا التحول كلياً تبعاً لتحول كامل النظام، أو تحول كلي من ذات البورصة، ويمكن تقييم هذا التحول كالتالي:

الجدول رقم (03-04): تقييم التحول الكلي

إيجابيات التحول الكلي	سلبات التحول الكلي
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحقيق الهدف من التحول وهو التخلص من كل ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.</li> <li>- اكتساب مصداقية المجتمع.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- محدودية فرص التحول الكلي بسبب ارتباط البورصة بإدارة وملكية القطاع العام، وعدم توفر أكثر من بورصة واحدة في البلد الواحد.</li> <li>- صعوبة قبول فكرة التحول من قبل الجهات الرسمية والتشريعية.</li> <li>- عدم توفر تشريعات تسمح بتسجيل وإدراج الأصول المالية بأكثر من بورصة محلية أو إقليمية أو دولية.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبة.

2- التحول الجزئي:

هو استحداث البورصة للأعمال والأنشطة المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية وتقديمها جنباً إلى جنب مع باقي الأعمال التقليدية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وما يتبع ذلك من تعيين هيئة رقابة شرعية، وأهم شكل للتحول الجزئي هو إقامة نافذة إسلامية في سوق أوراق مالية تقليدية، وذلك بتقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مع استمرارها في القيام بالأنشطة المعتادة، ويمكن لسوق الأوراق المالية التقليدية أن تقدم منتجاتها الإسلامي الجديد على عدة أشكال:

- نافذة إسلامية (شكلية) دون فصل: وذلك بعدم تخصيص سوق الأوراق المالية التقليدية حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية التقليدية المتحولة بتقديمها للخدمات والمنتجات المالية الإسلامية جنباً إلى جنب مع الخدمات والمنتجات المالية التقليدية دون الفصل الحقيقي بينهما، سواء من

ناحية الحيز الجغرافي، أو في الهيكل الوظيفي أو الإداري أو المالي، وبذلك تعود إيرادات الخدمات الإسلامية إلى ميزانية سوق الأوراق المالية، وغالبا ما يكون الهدف من هذا الشكل هو المحافظة على الحصة السوقية وتوسيعها وتحقيق المزيد من الأرباح، دون الجدية في التزام أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ومن أمثلة هذا الشكل مركز دبي المالي العالمي الذي بدأ ينشط في عام 2004<sup>(1)</sup>.

- نافذة إسلامية مع فصل نسبي: وذلك بتخصيص سوق الأوراق المالية التقليدية، حيزا مكانيا للنافذة الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية التقليدية المتحولة، لتقديم الخدمات والمنتجات الإسلامية، مع استمرارها في تقديم الخدمات والمنتجات التقليدية وتوابعها، مع الفصل الوظيفي دون الفصل الإداري والمالي، وقد يشكل لذلك هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة.

- نافذة إسلامية مع فصل شبه كلي: وذلك بتخصيص سوق الأوراق المالية التقليدية حيزا مكانيا للنافذة الإسلامية خارج سوق الأوراق المالية التقليدية المتحولة، وهنا يوجد فصل في الحيز المكاني والوظيفي، دون الفصل المالي والإداري، وبالتالي يتم تأسيس سوق أوراق مالية مصغرة جديدة مع تشكيل هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة، لكنه يبقى دون التحول الكلي لأنه يتبع ملكية وإدارة سوق الأوراق المالية التقليدية، ويمكن تقييم التحول الجزئي كآتي:

الجدول رقم (03-05): تقييم التحول الجزئي

سلبات التحول الجزئي	إيجابيات التحول الجزئي
- عدم القدرة على الفصل الحقيقي بين الأنشطة الوظيفية أو الإدارية أو المالية. - عدم الاستفادة من إيجابيات التحول الكلي.	- توفير تشكيلة واسعة من الخدمات والمنتجات التقليدية والإسلامية، الأمر الذي قد يؤدي إلى استقطاب شريحة واسعة من العملاء. - عدم إلغاء الشركات غير المشروعة أو أصولها.

المصدر: من إعداد الطالبة.

(1) - الموقع الإلكتروني لمركز دبي المالي العالمي:

### المطلب الثالث: المتطلبات القانونية والشرعية للتحويل

تعتبر سوق الأوراق المالية جزءاً من منظومة اقتصاد متكاملة تحكمها جملة من القوانين حسب البيئة التي تعمل ضمنها هذه السوق.

#### أولاً- المتطلبات القانونية للتحويل:

لتحقيق هدف العمل وفق أحكام القانون يمكن إتباع الخطوات الآتية:

الترخيص لعملية التحويل: تختلف كيفية الحصول على الترخيص باختلاف الجهة المصدرة لقرار التحويل.

#### 1- خطوات الترخيص إذا كانت الجهة المصدرة لهذا القرار هي شركة مساهمة:

وهي خطوات تتم داخل البورصة للوصول إلى قرار التحويل.

- محاولة استصدار موافقة مبدئية من الجهات المختصة ممثلة في رئيس الوزراء أو وزارة الصناعة والتجارة حسب الأنظمة، وذلك قبل طرح مشروع التحويل على الجمعية العمومية للبورصة.

- عقد اجتماع للهيئة العامة للبورصة لمناقشة مشروع التحويل والحصول على قرار الموافقة بالتصويت بأغلبية الأصوات 75 % من النصاب القانوني أو حسب القانون المعمول به<sup>(1)</sup>.

- تشكيل لجنة تحضيرية تقوم بإعداد خطة إستراتيجية متكاملة موضحاً فيها مهام اللجنة، وعلى رأسها بيان مراحل التحويل الزمنية ومتطلبات كل مرحلة.

- تعديل عقد التأسيس للبورصة ونظامها الأساسي الخاص بالأوراق المالية، وذلك بتضمينه نصوصاً تنسجم وخطوات التحويل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، لاسيما إلغاء تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية واستبدالها بالخدمات والمنتجات المالية الإسلامية<sup>(2)</sup>.

- صياغة طلب خطي رسمي موقع من مجلس إدارة البورصة وهيئتها العامة، وتقديمه إلى الجهات الرسمية مرفقاً بعدة عناصر:

1- قرارات اجتماع الهيئة العامة للشركة بالموافقة على التحويل، وتشكيل لجنة بهذا الخصوص.

2- أسباب ومبررات التحويل، مبنية على دراسة جدوى اقتصادية ومالية عن أوضاع الشركة، وما سيكون عليه بعد التحويل<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> - وهيب الرفاعي، تحول البنك التقليدي إلى العمل المصرفي الإسلامي، بحث غير منشور، ص15.

<sup>(2)</sup> - محمد أبو بكر، قانون الشركات الأردني لسنة 1997، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص208.

<sup>(3)</sup> - محمد أبو بكر، قانون الشركات الأردني لسنة 1997، مرجع سابق الذكر، ص208.

3- التعهد بالقيام بالإجراءات التصحيحية المناسبة المتعلقة بالخدمات والمنتجات المالية التقليدية المتعلقة بفترة ما قبل قرار التحول مع الأطراف ذات الصلة.

4- الاستعداد التام لتلبية أي متطلبات قانونية أخرى من شأنها أن تساعد في إتمام عملية التحول.

## 2- خطوات الترخيص إذا كانت الجهة المصدرة لهذا القرار هي جهة رسمية:

في هذه الحالة لن تتعثر خطوات الترخيص لتحول البورصة، طالما أن جهة إصدار قرار التحول هي نفس جهة مصدر التشريع غالباً، ويمكن أن تتخذ الجهات الرسمية عدة وسائل للوصول إلى تحقيق هدف التحول، مثل أن تقوم الجهة الرسمية بإبلاغ الهيئة العليا للبورصة ومجلس إدارتها بكتاب رسمي يشمل:

- إما رغبة الجهات الرسمية بتحويل سوق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية مرفق بأسباب ومبررات هذه الرغبة، والطلب منهم مباشرة تشكيل لجنة إعداد وتحضير مكالمة بتحقيق الهدف، وتتولى الجهات الرسمية معالجة النواحي القانونية، بمعزل عن هيئة البورصة ومجلس إدارتها.

- أو إبلاغهم برغبة الجهات الرسمية بالتحول، والطلب من هيئة البورصة ومجلس إدارتها بتقديم طلب خطي لهم بهذا الخصوص مرفقاً بعدة بنود، كي تتمكن الجهات الرسمية من إتباع الخطوات اللازمة لإتمام مشروع القرار.

## ثانياً- المتطلبات الشرعية للتحول:

يمكن تقسيم المتطلبات الشرعية لتحول سوق الأوراق المالية للعمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية إلى:

### 1- معاملات يجب تجنبها:

- تجنب إدراج أو تداول أصول مالية مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية تتمثل في: السندات باختلاف أنواعها وآجالها والجهات المصدرة لها، الأسهم غير المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية مثل: الأسهم الممتازة بأنواعها، حصص التأسيس ما لم تدخل عليها تعديلات، أسهم الشركات التي يكون الغرض الأساسي منها لا يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية كالبنوك، أو شركات التمويل بالفائدة، الخ.

- تجنب التعامل داخل البورصة بأنواع من عقود ومعاملات التداول، لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي تتمثل في: الشراء بالهامش، البيع على المكشوف، المعاملات الآجلة.

- عدم استثمار الفائض من أموال ميزانية البورصة في أنشطة مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية.

- عدم ضم موارد الخدمات والمنتجات المالية التقليدية إلى ميزانية البورصة في حالة شكل التحول الجزئي النهائي، أو أثناء تطبيق أسلوب التحول المرحلي.

## 2- معاملات يجب القيام بها:

إدراج وتداول كافة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي تتمثل في: الأسهم بضوابطها الشرعية مثل: الأسهم العادية، الأسهم الاسمية، أسهم رأس المال، أسهم الشركات التي يكون غرضها الأساسي متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية (منها ما لا يخالط أموالها موارد غير مشروعة مثل: البنوك الإسلامية، شركات التأمين الإسلامية، أو أي شركة تنص في عقدتها التأسيسي ونظامها الداخلي بأنها تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ومنها ما يخالط أموالها موارد غير مشروعة، كأن تودع أموالها في بنوك تجارية تحت حسابات تتقاضى عليها الفائدة، أو أن تقوم بإصدار أدوات مالية تقليدية محدودة كالسندات، تلتزم هي بإعطاء فائدة عنها، أو أن تكون طرفاً في عقود غير مشروعة، سواء كانت هذه الشركات محلية أو أجنبية، خاصة أو عامة).

### المبحث الثاني: نحو سوق مالية إسلامية

تمثل السوق المالية حلقة الاتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية، وتمهد الطريق أمام السلطات عند اتخاذ القرار بمراجعة الميزج بين السلطة النقدية والمالية، وهي موجودة في كثير من الدول، لكن العمل على إنشاء السوق المالية الإسلامية إنما هو لضبط العمل في السوق، ويتم التعامل في السوق المالية الإسلامية وفق الأحكام الشرعية، بالتعامل بعقود مشروعة مثل المراجعة، المشاركة، السلم، الاستصناع، ويتم تداولها وفق ضوابط بمراعاة عدم الغش والتغرير، فلا يوجد شراء بالهامش، البيع على المكشوف، إضافة لضوابط تحكم التعامل بالأسهم والسندات بما يمنع المضاربات المضرة باقتصاد الدولة، ووجود أصول حقيقية مرتبطة بالأوراق المالية المتداولة دون تجاهل الضوابط التي تحكم التعاملات بصرف العملات، فلا يوجد مجال للتعاملات الوهمية أو التعاملات بمنتجات مفترضة لم توجد بعد.

### المطلب الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية

تحتاج الدول الإسلامية إلى وجود أسواق مالية إسلامية، وقد بذلت جهود في هذا المجال كالتوجه نحو تأسيس مركز لإدارة السيولة، وهيئة تصنيف للبنوك الإسلامية في البحرين.

### أولاً- مفهوم ونشأة السوق المالية الإسلامية:

يختلف مفهوم السوق المالية في الإسلام عن المفاهيم التقليدية من حيث أنها تهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة، ووفقاً لآجال مختلفة بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية، فهي تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية والتوازن والتكامل للدول الإسلامية<sup>(1)</sup>، وبالتالي فالأسواق المالية الإسلامية هي أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال، وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية والتي تعتمد بشكل أساسي على المشاركة في الربح والخسارة.

عرفت الدول الإسلامية أسواق مالية في البداية من خلال الدول الاستعمارية، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية ولضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول، وفي هذا الإطار بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية فيما بعد، بحيث تم تأسيس شركات مساهمة إسلامية بالبحرين عام 1986<sup>(2)</sup>، وعدة منشآت استثمارية للأوراق المالية، وهذا تطبيقاً للفكرة التي

(1) - مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية:

<http://www.fiqhacademy.org.sa> consulté le:18/12/2013.

(2) - حدة ريس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص470.

طرحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، وتواصلت التجارب بعد ذلك، في إنشاء أسواق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من مبادئ الشريعة الإسلامية، لتداولها في سوق مالية إسلامية، بعدها جاءت فكرة إنشاء صندوق استثمار مشترك تساهم فيه البنوك الإسلامية، وتكون مهمته إنشاء المشاريع، وطرح صكوك وشهادات لتمويل هذه المشاريع في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي انعقد في اسطنبول عام 1986، ثم ظهرت الحاجة إلى تطوير الأدوات المالية الإسلامية وابتكار أدوات جديدة، وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات من أجل تسهيل انتقال واستثمار الأموال في الدول الإسلامية، وأهم تجربة لإنشاء السوق المالية الإسلامية هي تجربة تأسيس مركز إدارة السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين عام 2002، ولقد قامت العديد من الدول والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدارها وطرحها للتداول مثل: شهادات القرض الحسن بماليزيا<sup>(1)</sup>.

### ثانياً- دواعي إنشاء السوق المالية الإسلامية المحلية والدولية:

تتجلى أسباب إنشاء السوق المالية الإسلامية في الحاجة الملحة للعالم الإسلامي، لوجود سوق تنضبط بالضوابط الشرعية، وتتعامل بالأدوات والأوراق المالية الإسلامية وتكون كل تعاملاتها وفق القانون الإسلامي، ولهذا فقد أكد مجمع الفقه الإسلامي على هذه الأهمية في قوله: "حيث إنها الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتكافل والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية"<sup>(2)</sup>.

ويمكن أن نحمل أهم دواعي قيام السوق المالية الإسلامية المحلية والدولية في الآتي<sup>(3)</sup>:

- أنها تمثل إطاراً لتنظيم تداول الأدوات المالية وفقاً لضوابط الشريعة.
- أنها تمثل الوعاء الذي يستطيع المسلمون بواسطته استثمار أموالهم في المشاريع التنموية المنتجة.
- تمكن الأدوات المالية التي تطرحها هذه السوق من توزيع رأس المال على القطاعات الاقتصادية الفاعلة عبر صناديق متنوعة، وصكوك لتمويل العقارات والصناعة والبنى التحتية.
- كما أن السوق المالية الإسلامية توفر البيئة المناسبة لتفعيل العلاقة بين كل القطاعات الاقتصادية.

(1) - أون إسماعيل، تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 09-12-1997، ص 221.

(2) - قرار رقم: 74 (08/05) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، الجزء الثالث، ص 373.

(3) - محمد بن عبد اللطيف المانع، محفزات قيام السوق المالية الإسلامية، المؤتمر الثاني للصيرفة الإسلامية، الوطنية القطرية <http://www.al-watan.com> consulté le : 19/12/2013.

- توفر السوق الإسلامية نقطة جذب هامة للاستثمارات الغربية بسبب العوامل الهامة التي تتمتع بها السوق المالية الإسلامية من وفرة سكانية، وكذلك توفر الموارد الطبيعية، والقوة العاملة، والسوق الاستهلاكية، والشفافية التي تتمتع بها هذه السوق ومصداقيتها.

### ثالثاً- مبادئ السوق المالية الإسلامية:

إن وجوب مراعاة الصدق والأمانة وتحريم الخداع والغش والتغريب يوجب الأخلاقيات التالية على معاملات السوق المالية الإسلامية:

1- الالتزام بالقيم الإسلامية: أدى تدخل الإسلام في هيكل السوق المالية إلى تحريم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة التي تجنب حدوث الأزمات المالية الناتجة عن الممارسات الاحتكارية، وغيرها من المعاملات المحرمة التي تقتضي الابتعاد عن ضوابط السوق المالية الإسلامية.

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: لأن في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالية مثلاً: شراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار، وإنما بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن الناظر في العقود الإسلامية يرى أن الهدف منها هو الاستثمار الحقيقي، بالإضافة إلى ترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشاريع الضرورية ذات المنفعة العامة، بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

3- تجنب مختلف المعاملات الربوية<sup>(1)</sup>، سواء في مجال الديون (ربا النسيئة)، أو في مجال البيوع (ربا البيوع) باعتبار أن الفوائد الربوية هي مصدر الأزمات الاقتصادية بصفة عامة<sup>(2)</sup>، والأزمات في السوق المالية بصفة خاصة، بالإضافة إلى تجنب البيوع غير المشروعة مثل: بيع الغرر، بيع العينة، بيع الكالئ بالكالئ، بيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش، الخ<sup>(3)</sup>.

4- الوفاء بالعهود والعقود، وتداول الأوراق المالية الإسلامية المتوفرة في السوق المالية الإسلامية، واستحداث منتجات مالية من شأنها تشجيع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم، وكذا إعادة توطئ الأموال المهاجرة خارج الدول الإسلامية.

(1) - عبد الرزاق رحيم الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، الأردن، بدون سنة نشر، ص 57، 58.

(2) - نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها: البورصة، الجندي للطباعة والنشر، سوريا، 2006، ص 16، 17.

(3) - نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المركز العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 1993، ص 229.

5- تجنب الاستباق، لأن هذا يعطي السمسار عائد غير عادل ويحدث الاستباق عندما يقوم المتعامل بإعطاء سمساره أمراً كبيراً جداً بالبيع، ويعلم السمسار أن هذا يخفض سعر الأوراق المالية، فإذا باع السمسار المستقبك أوراقه المالية، ثم نفذ بعد ذلك طلب المتعامل بالبيع، يكون قد حصل على عائد غير عادل.

وكل هذه المبادئ يجب أن تخضع للمراجعة من قبل السلطة التنظيمية<sup>(1)</sup>:

- المصادقة على أي ورقة مالية جديدة التداول، حيث يجب إخضاع هذه الورقة من حيث التصميم للسلطة التنظيمية للمصادقة عليها، وهذه السلطة مسئولة عن تحديد ما إذا كان تداول مثل هذه الورقة المالية يحقق مصلحة الجمهور، وللحصول على المصادقة يجب أن لا تكون الورقة المالية مخالفة لمبادئ المعاملات في الشريعة الإسلامية، وأن تكون لها غاية اقتصادية.

- تنظيم قواعد التداول في السوق المالية الإسلامية، ومنها التقلب الأقصى المسموح به يوميا، وبعض ملامح عملية التسليم والتقلبات السعرية الدنيا.

- للسلطة التنظيمية سلطة طلب التحقيق في أهلية السماسرة والمتعاملين في الأوراق المالية للتأكد من مقدرتهم على توجيه التداول.

<sup>(1)</sup> - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم ضمن أبحاث حول الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة، 2009، ص ص 08، 09.

### المطلب الثاني: أهمية وأهداف السوق المالية الإسلامية

يمنح وجود أسواق مالية إسلامية للبنوك الإسلامية فرصاً متنوعة لاستثمار أموالها في استثمارات طويلة الأجل تساعد في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الإسلامية.

أولاً- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في تفعيل الاستثمار الإسلامي:

يمكن ذكر أهم تعاريف سوق الأوراق المالية الإسلامية كالآتي:

- "هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية"<sup>(1)</sup>.

- "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة"<sup>(2)</sup>.

- "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعة وشراء لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"<sup>(3)</sup>.

- "هو ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تسمير الأموال في إطار شرعي"<sup>(4)</sup>.

تتحلى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد، لأن تنمية السوق المالية الإسلامية جزء لا يتجزأ من النظام المالي الإسلامي<sup>(5)</sup>، لما لها من أهمية لنمو المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى ولزيادة تعبئة الموارد وتخصيصها، حيث تلعب هذه السوق دوراً حيوياً في جذب المدخرات وتوجيهها إلى الأغراض الإنتاجية، وبالتالي خدمة الاقتصاد الإسلامي، وذلك للأسباب الآتية<sup>(6)</sup>:

(1)- كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005، ص02.

(2)- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، 2008، ص19.

(3)- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995، ص24.

(4)- بشير موفق، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي.

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20> consulté le 26/12/2013.

(5)- Selman Syed Ali, Islamic capital Market products: development and challenges, Islamic development bank, IRTI N9, 2005, p08.

(6)- محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 1993، ص12.

- لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة، لذلك كانت الأوعية ومنها الأسواق المالية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية.
- لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توظيف فائض السيولة، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية دوراً في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية.
- إذ تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية وسيلة للمتاجرة في الأدوات المالية الإسلامية، كما تعد وسيلة لتقديم الحلول للمشاكل التي تواجهها البنوك الإسلامية في تعبئة المدخرات والتوظيف في المشاريع المنتجة، وتوزيع رأس المال على الأنشطة الاستثمارية في قطاعات السوق المختلفة وفي الآجال المختلفة، وهي متمثلة فيما يلي<sup>(1)</sup>:
- إيجاد الطرق المناسبة لتوظيف السيولة الفائضة عن الحاجة في البنوك.
- إيجاد الطرق المناسبة لجمع رأس المال للمشاريع التي ترغب البنوك في تمويلها كطرح أسهم للمشاركة فيها.
- إيجاد الطرق المناسبة لتسييل الأصول التي تتكون منها المشاريع حسب حاجة البنك، وفي الوقت المناسب، بحيث يمكن بيعها متى شاء، حيث تسهل عمليات الاستثمار قصيرة الأجل، وتساعد على سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد.
- توجيه رأس المال بما يتناسب مع خدمة أهداف التنمية.
- مواجهة تطويع شريعتنا لمفاهيم ونظم غير إسلامية إرضاء لأصحاب رؤوس الأموال.
- مساعدة الدولة في تقليل المديونية الخارجية، فعادة ما تحتاج إلى الاقتراض لأغراض قصيرة الأجل فتطرح أدوات الخزانة، ولتغطية التمويل لأجل طويل لتحقيق هدف اقتصادي أو سد عجز في موازنة الدولة فتطرح سندات التنمية، وقد طرحت أدوات استثمار إسلامية لتغطية الحاجة من خلال عقود المنفعة والبيع والمشاركات الإسلامية.

(1) - كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 08.

ثانيا- أهداف السوق المالية الإسلامية:

يكمن الهدف من إقامة سوق مالية إسلامية في الآتي<sup>(1)</sup>:

- المساهمة في تنشيط وتنمية التمويل الإسلامي للمشاريع الإسلامية متوسطة وطويلة الأجل، وذلك بتيسير تنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقا للأسعار الجارية، وعلى المستوى الجزئي يتضمن تحقيق هذا الهدف العملي قاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة ومن الغبن، والاستغلال من قبل بعض الوسطاء الاحتكاريين، أما على المستوى الكلي فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الإسلامي داخليا، وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني منها الدول الإسلامية حاليا.
- تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية الحقيقية للمشاريع أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق، وهذا ما يساعد على تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.
- حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق، والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية، وذلك من خلال نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة.
- كما يمكن إضافة أهداف أخرى مبتغاة من قيام السوق المالية الإسلامية كالاتي:
- إيجاد وعاء استثماري لتدويل وترويج مال المسلمين، وهذا من أهم أهداف ومقاصد الشريعة الإسلامية في تنمية المال واستثماره.
- وقف تدفق هجرة رؤوس الأموال المسلمة إلى الدول الأجنبية.
- الاستفادة من التكنولوجيا والتطور في مجال إقامة الأسواق المالية الكبرى.
- المساهمة في تثبيت أسعار الصرف فيما بين العملات المحلية في العالم الإسلامي، مع ضمان حرية التمويل فيما بينها.

<sup>(1)</sup>- عبد الرحمن يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص 433،434.

### المطلب الثالث: شروط ومحفزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلامية

بعدما أثبتت الصناعة المصرفية الإسلامية مساهمتها في تطوير نظرية الاقتصاد الإسلامي، ظهر تحد جديد يتمثل في إنشاء سوق مالية إسلامية تُؤسس وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وتخضع في عملها لهذه المبادئ، وهذا من شأنه أن يحقق المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

#### أولاً- الهيكل الأساسي لشروط إقامة سوق مالية إسلامية:

تختلف شروط إقامة سوق مالية إسلامية باختلاف المناخ الذي ستقام فيه السوق، وتتمثل في الشروط الاقتصادية، والشروط القانونية، بينما الشروط التي تعتبر الهيكل الأساسي لشروط إقامة أي سوق مالية إسلامية في أي دولة، يمكن ذكرها كالآتي:

#### 1- الشروط الشرعية:

يعتمد تحديد الشروط الشرعية لإنشاء سوق مالية إسلامية على أن الأصل في المعاملات الإباحة، إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة الإسلامية، وبالتالي يفترض تحقق الشروط الآتية:

**1-1- إعلان التزامها بالشريعة الإسلامية نصوصاً ومقاصداً وأحكاماً :** وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، وقواعد عملها والإصدارات والتداولات التي تتم فيها، بحيث يتم الحكم على هذه السوق وما يتم داخلها بأنه متوافق مع الشريعة الإسلامية، إذ أن الالتزام بالشريعة ليس مجرد شكليات لا قيمة مضافة من ورائه، بل أحكام لها قيم ومبادئ مختلفة عن السوق التقليدية، فالسوق الإسلامية وإن كانت حرة من حيث إفساحها المجال للمتعاملين بالتعامل كيفما شاءوا لكنها تمنع ما يؤول إلى توزيع غير عادل للثروة نتيجة الاحتكار أو الاستغلال أو إساءة الائتمان.

**1-2- الإباحة الشرعية :** أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، أدونات، سلع إذا كانت بورصة سلع، إلخ) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً.

**1-3- تكافؤ أطراف العقد:** فإن أي عقد حتى يكون صحيحاً ومنتجاً ومحققاً لغاياته الشرعية والاقتصادية يجب أن يكون قائماً على قاعدة التكافؤ بين أطراف العقد، بمعنى أنه لا يجب أن تميل اختصاصات والتزامات العقد لصالح طرف على حساب طرف آخر، فإذا كانت العقود تجري بهذه الطريقة (عدم التكافؤ) هذا يؤدي إلى وجود ظلم وأكل لأموال الناس بالباطل من الناحية الشرعية، ومن الناحية الاقتصادية يؤدي إلى استغلال واستنزاف الموارد واحتكارها، وبالتالي ينبغي في سوق مالية إسلامية أن تكون قواعد العمل تضمن أن يكون تكافؤ أطراف العقد بقدر مناسب لتحقيق العدالة.

فمثلا إذا قام أحد أعضاء الإدارة في المؤسسة المدرجة في البورصة بدون إفصاح مسبق بالقيام بعمليات بيع أو شراء للأسهم، سيؤدي إلى عدم تكافؤ بين طرفي العقد بالنسبة لغيره، حيث سيتخذ قراراته بناء على معلومات غير موجودة عند الآخرين، في حين إذا قام بعمليات بيع أو شراء للأسهم بعد قيامه بالإفصاح المناسب، وبما يضمن أن المعلومات أصبحت متاحة للجميع، صار التكافؤ متحققا، لأنه أعطى الطرف الآخر فرصة بأن يتخذ مركزا ماليا قبل أن يتخذ هو مركزه المالي، فلو قرر عضو مجلس إدارة يمتلك من شركة معينة 30% ، أن يبيع 10% من أسهمها، فإنه يجب عليه الإعلان عن هذا الخبر قبل قيامه بالبيع، لأن قيامه ببيع 10% هذا معناه زيادة العرض وبالتالي انخفاض السعر، فعليه أن يوضح أسباب قرار بيعه لهذه النسبة لاحتمالية إخفائه معلومات سرية مفادها أن هناك خسارة أو أن هناك عجز مالي، فمثل هذا التصرف يحدث إرباكا عند المتعاملين فيؤدي إلى عدم تكافؤ طرفي العقد، ولتفادي هذا كان عليه أن يعلن أن قراره ببيع 10% لم يأتي لأسباب سرية وإنما يعمل على بيان أسباب البيع، فبعد هذا الإعلان يكون قد حقق للأطراف الآخرين التكافؤ.

**1-4- خلو التعاملات من الربا الذي حرّمته الشريعة:** إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم، ويعرف الربا في الشرع على أنه "الزيادة في أشياء مخصوصة"، ومحرم بالكتاب والسنة والإجماع<sup>(1)</sup>

وللربا أنواع، فمنه ما هو بيع ومنه ما هو ليس ببيع، فالذي ليس ببيع هو ربا أهل الجاهلية أو ربا الديون - وهو الأكثر انتشارا في عصرنا هذا- ويعرف بأنه القرض المشروط فيه الأجل وزيادة مال على المقترض. أما ربا البيوع أو ربا المعاملات هو الذي يكون في الأعيان الربوية وقد اختلف الفقهاء في عدد أصنافه ويشمل ربا الفضل وعرفه الحنفية بأنه: "زيادة عين مال شرطت في عقد البيع على المعيار الشرعي"، وربي النسئة وهو "فضل الحلول على الأجل، وربي فضل العين على الدين في الموزونين عند اختلاف الجنس أو في غير المكييلين أو الموزونين عند اتحاد الجنس".

ويشترط لخلو السوق المالية الإسلامية من الربا أن تتم عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقا للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا وعلى هيئات الرقابة الشرعية التدقيق للتأكد من خلوها من الربا كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء كان

(1) - أحمد مواني، الضرر في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، المجلد الأول، دار بن عفان، السعودية ، 1997، ص 175.

القبض حقيقيا أو حكما، وأن يتم التماثل في البدلين اللذين هما من جنس واحد ولو كان أحدهما عملة ورقية والآخر عملة معدنية<sup>(1)</sup>.

ويظهر ربا الديون في العقود العاجلة بالهامش الذي أساسه الاقتراض بفائدة سواء من طرف بنك ربوي أو السمسار، وفي ظل وجود بنوك إسلامية يمكن أن يتم الحصول على السيولة المطلوبة على أساس أحد طرق التمويل المشروعة كالمضاربة أو المشاركة أو غيرها.

يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح<sup>(2)</sup>.

**1-5- موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها مع الشريعة الإسلامية:** وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح إصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحا، وأن ينتج الغرض قيمة مضافة، وبالتالي لا تقبل السوق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة للوضع الحالي أو للمرحلة الاقتصادية الحالية، فإذا كانت مثلا دولة ما تمر بأزمة اقتصادية، فينبغي أن لا تقبل السوق إصدار صكوك لتمويل استيراد منتجات استهلاكية كمالية ليست ذات قيمة، في حين أن الدولة محتاجة لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري، إلخ، لأن الغرض قد يتغير في لحظة معينة، ففي دولة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من استيراد السلع الكمالية، إلخ، ولكن في ظل دولة اقتصادية لها مشكلة في دفع الرواتب لا نصدر أدوات مالية وصكوك تغطي هذا القطاع الكمالي، وهنا يأتي دور الشروط المهنية والفنية والرقابة والتدقيق الشرعي وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، لأنه يجب تخصيص الموارد للأكفأ.

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2007، ص 05.

(2) - مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 211-216.

**1-6- الخلو من الغرر:** والغرر اصطلاحاً "هو ما كان مستور العاقبة، أي مجهول العاقبة، وبعبارة أخرى: ما كان على خطر الوجود والعدم، أو الحصول وعدمه"<sup>(1)</sup>، وهو عند أبو يعلى: "ما تردد بين أمرين ليس أحدهما أظهر"، وعند ابن القيم: "مالا يعلم حصوله، أو لا تعرف حقيقته ومقداره"، ويقول الرملي: "الغرر ما احتمل أمرين أغلبهما أخوفهما"، وجاء نص معيار الغرر من هيئة المحاسبة: "الغرر: صفة في المعاملة تجعل بعض أركانها مستورة العاقبة (النتيجة)، أو هو: ما تردد أثره بين الوجود والعدم، ويكون العقد عندها دائراً بين احتمال الربح أو الخسارة". وخلاصة القول أن بيع الغرر هو البيع الذي يتضمن خطراً يلحق بأحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله<sup>(2)</sup>.

وينقسم الغرر من حيث مقداره إلى كثير ومتوسط ويسير، وينقسم من حيث أثره إلى مفسد للمعاملة أو غير مفسد له، فالمتوسط يكون في الجعالة مثلاً، واليسير الذي لا يكاد يخلو منه أي عقد وليس من شأنه أن يؤدي إلى نزاع، فاليسير والمتوسط لا يؤثران في العقد، أما الكثير فهو ما غلب على العقد حتى أصبح العقد يوصف به ومن شأنه أن يؤدي إلى النزاع، وهذا يتأثر باختلاف البيئات والعصور ومرجعه إلى العرف مثل بيع الثمر قبل ظهوره، وهذا الغرر يؤثر في العقد فيفسده<sup>(3)</sup>.

إن الأصل في الغرر التحريم، إذ لا يجوز شرعاً إبرام عقد أو اشتراط شرط فيه غرر يفسد المعاملة. والغرر الذي تضمن خداعاً أو تدليساً حرام ومنهي عنه، وأي عقد فيه غرر يعد باطلاً، وذلك لحديث رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه نهي عن بيع الحصاة وبيع الغرر<sup>(4)</sup>.

إلا أن هناك اختلاف بين الفقهاء حول المقصود بالغرر في التعاملات المالية التي تتم في السوق المالية، حيث يعتبر بعضهم أن بيع أصول مالية غير مملوكة (والذي يتم في السوق من خلال ما يسمى بالبيع على المكشوف) يعد غرراً مستدلين في ذلك بحرمه بيع الإنسان ما ليس عنده المفسد لعقد البيع، ومن المعلوم أن علة النهي عن بيع ما لا يملك هي "العجز عن التسليم"، والظاهر لنا أنها منتفية في معاملات السوق المالية كون المتعامل يلتزم بتسليم ما باعه عاجلاً في الموعد المحدد، وذلك بشرائه من السوق لأجل التسليم، وعليه

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2007، ص 475.

(2) - محمد القطان، أثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود، مؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 26-27 ماي 2010، ص 3.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 2007، معيار الغرر رقم 31، مرجع سابق الذكر، ص 354.

(4) - محمد القطان، أثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود، مرجع سابق الذكر، ص 3.

إذا اشترط أن تنتهي الصفقة في البيع على المكشوف بين البائع والمشتري بالتسلم والتسليم، فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين المضاربة غير المشروعة.

ويقصد بالمضاربة هنا التعامل في الأصول المالية بالبيع والشراء في الأسواق المالية وليس المضاربة<sup>(\*)</sup>، وعرفت المضاربة بتعريفات كثيرة تدور في مجملها على البيع والشراء للأداة المالية بقصد تحقيق الربح من فروقات الأسعار، ولا يكون غرض مقتني الأداة الاستثمار بقصد الربح، فلا مانع من ذلك في ظل توافق مجموعة الشروط السابقة أي عندما تتحقق كل الشروط الشرعية للسوق المالية الإسلامية تصبح المضاربة جائزة، لأن التجار لا يقتنون ما يقتنونه من أجل التملك وإنما من أجل تحقيق الفروق السعرية، ففي كل قطاعات الاقتصاد والتجارة المستثمرون لا يقصدون تملك أعيان أدواتهم المالية وبضائعهم وعقاراتهم، وإنما يقصدون تحقيق الفروق السعرية، فإذا انتفى الغرر، الجهالة، والتلاعب، لا مانع من كون هذه طريقة مشروعة للاستثمار في ظل أن الفروق السعرية تنتج عن نجاح الأداة المالية أو نجاح مصدرها، فشركة ناجحة يرتفع تلقائياً سعر سهمها وشركة فاشلة ينخفض، ويجدر التنبيه إلى أن الممارسات التي يسلكها بعض المضاربين للتأثير على الأسعار، مثل الإشاعات وعقد الصفقات الوهمية لا يؤثر على حقيقة المضاربة، لأن البيع والشراء بقصد الحصول على الفروق المصطنعة لا يتنافى مع المضاربة من حيث حقيقتها<sup>(1)</sup>.

وعليه إذا روعي في معنى المضاربة العمل الذي تقوم به المضاربة وهو البيع والشراء بقصد الربح تكون المضاربة - بالاصطلاح المعاصر - نوعاً من المتاجرة والسعي لطلب الكسب، وأما إذا روعي في المضاربة معنى الكلمة المترجمة وهو التخمين والتنبؤ فإن الترجمة تكون غير دقيقة<sup>(2)</sup>.

وللحكم على مشروعية المضاربة يجب بيان حقيقتها وليس الحكم عليها بناء على طبيعة سلوك المضاربين، ذلك أن المضارب قد يسلك طرقاً مشروعة، وقد يسلك طرقاً محرمة، وهذا لا ينافي حقيقة المضاربة، كما أن التاجر قد يسلك في تجارته طرقاً مشروعة وقد يسلك طرقاً محرمة، ولا ينافي ذلك حقيقة التجارة، وعليه فإن المضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية هي التي تخلو من الممارسات غير المشروعة كالاحتيال

<sup>(\*)</sup> المضاربة في السوق المالية التقليدية هي مراهنه على سعر السهم، وتنطبق عليها شروط الغرر المحرم، وبها أضرار مشابهة لأضرار القمار، ولها أضرار اقتصادية كبيرة متحققة على المؤسسات المالية وعلى سوق المال والمتعاملين فيها، وعلى الاقتصاد.

<sup>(1)</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 673.

<sup>(2)</sup> - عبد الله العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية-، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010، السعودية، ص 21.

والتلاعب والكذب والإشاعات ونحوها<sup>(1)</sup>.

وبالتالي يمكن وضع الشروط التالية للمضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية:

- أن تتم عملية البيع أو الشراء بسعر معروف مسبقاً.
- أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب، أي أن لا تخرج المضاربة عن حدود المخاطرة المقبولة والمبنية على أسس مسببة للاستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار.
- أن لا تصاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضللة.
- أن لا تقوم على أساس ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري، بيع ما لا يملك وبيع ما لم يتم قبضه.
- أن لا تشمل المضاربة على أي محظور شرعي كالربا أو العقود الصورية، أو الغرر المنهي عنه أو الغبن أو الاحتكار أو بيع الإنسان ما لا يملك أو بيع الكالئ بالكالئ، أو غير ذلك من المحظورات التي نهى عنها الشارع.

ويتحقق الغرر في صيغ كثيرة من التعاملات التي تتم في الأسواق المالية التقليدية خاصة في المستقبلات والبيع على المكشوف، إذ أهم أسباب منعها الغرر، وليس فيها جهالة لأن الأصل المالي واضح ومحدد وسعره محدد أيضاً ولكن الغرر موجود في مدى إمكانية إنهاء البيع بالتسليم أو عدمه، ففي لحظة تنفيذ العقد قد لا يتمكن البائع من التسليم، وهو الغرر، أما الجهالة فيمكن أن تكون في الثمن فبالتالي قد يكون موجود ولكن مجهول الثمن أو مجهول الكمية فبالتالي ليس فيه غرر ولكن فيه جهالة، وعليه يجب الحرص على التأكد من أن جميع المعاملات التي تتم في السوق خالية من الغرر المحرم.

**1-7- الجهالة من الخلو من الجهالة:** والجهالة لغة مأخوذة من الجهل، وهو ضد العلم ونقيضه هو عدم معرفة الشيء، وجاء في لسان العرب "الجهالة أن تفعل فعلا بغير علم"، أما اصطلاحاً فتعرف الجهالة بأنها "وصف لما علم حصوله وطوي عن المراد منه أو جنسه أو نوعه أو صفته أو مقداره أو وقت وجوده"<sup>(2)</sup>. كما تعرف الجهالة في البيوع على أنها "ما علم حصوله وجهلت صفته"<sup>(3)</sup>.

هناك فرق بين الجهالة والغرر، فالغرر قائم على احتمال الحصول وعدمه، أما الجهالة فالحصول فيها قائم لكن وجد الجهل في الذات أو الجنس أو النوع أو الصفة أو المقدار.

(1) - المعيار رقم 21، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية.

(2) - عبد الله الصيفي، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، دار النفائس، عمان، 2006، ص 25.

(3) - شهاب الدين القراني، الفروق، الفرق الثالث والتسعون والمائة، (3 / 432).

ويقسم الفقهاء الجهالة أحياناً إلى ثلاثة أقسام : الجهالة الفاحشة المفضية للنزاع وهي جهالة الجنس أو الجهالة الكثيرة المانعة من التسليم والتسلم، والجهالة اليسيرة التي لا تفضي إلى النزاع وهي جهالة النوع أو الجهالة القليلة غير المانعة من التسليم والتسلم، وتوجد الجهالة الفاحشة في كل من الصيغة والعاقدين والتمن والمتمن والأجل، وذهب الفقهاء إلى بطلان العقد الذي دخلته الجهالة ولا يمكن تصحيحه، إلا أنه يمكن أن تزال الجهالة إما بالرؤية المبينة لحقيقة الشيء سواء كان ثمناً أو مثمناً أو بالوصف الذي يقوم مقام الرؤية<sup>(1)</sup>. وفي سبيل التخلص من الجهالة في السوق المالية الإسلامية إصداراً وتداولاً، فإن تحقيق شرط الإفصاح وشرط الشفافية بتفاصيلها وإجراءاتها من الأهمية بمكان في كونها وسيلة ناجعة لتحقيق هذا الشرط. وفي سبيل أن تخلو التعاملات من الجهالة لا بد من التركيز على معلومية الأسعار ووضوحها وسهولة الوصول إليها حتى لا يقدم المتعاملون في السوق المالية الإسلامية على تعاملات، إلا بناء على علم مسبق بالأسعار فتنتفي الجهالة بذلك.

**1-8- الخلو من الاحتكار أو ما يؤول إليه:** فإن كل ما أضر بالعامه حسبه فهو احتكار<sup>(2)</sup>، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار، وجعلته محرماً، فعن معمر بن عبد الله أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: " من احتكر فهو خاطئ" رواه مسلم<sup>(3)</sup>، والحكمة في تحريمه هو دفع الضرر عن عامة الناس. ويظهر السلوك الاحتكاري في البورصة بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين في البورصة تعاملات آجلاً للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الأدوات، وسيطرة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في بورصات الأوراق المالية التقليدية يمكنهم من التأثير المخطط لإحداث ضرر جسيم بصغار المتعاملين<sup>(4)</sup>، وتعتبر هذه السيطرة نوع من أنواع الاحتكار التي نهى الشرع عنها.

(1) - عبد الله الصيفي، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، مرجع سابق الذكر، ص36.

(2) - أحمد مواهي، الضرر في الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص222.

(3) - أشرف دوابه، الضوابط الشرعية للأسواق المالية، بحث مقدم لندوة "السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 2006، ص33.

(4) - عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية: التشخيص والمخرج، القاهرة، 9 أكتوبر 2008، موقع جمعية الإرشاد

**1-9- الخلو من الغبن:** والغبن في اللغة هو النقص، أما في اصطلاح الفقهاء فهو أن يكون أحد البديلين في عقد المعاوضة لا يساوي الآخر في القيمة<sup>(1)</sup>، أي أن يكون أقل من قيمته أو أكثر منها، وهو نوعان: غبن يسير متسامح فيه لأنه يقع في كثير من المعاملات و يدخل في تقويم المقومين، وغبن فاحش وهو ما لا يدخل تحت تقويم المقومين كما لو اشترى كتابا ثمنه عشرة دنانير بمائة، وقد اختلف الفقهاء في الحد الفاصل بينهما على أقوال والقول الراجح هو أن الحد الفاصل بينهما يرجع فيه إلى العرف والعادة، لأن ما لم يرد الشرع بتقديره يرد إلى العرف والعادة، ويعرف هذا من أهل الخبرة<sup>(2)</sup>.

وينتج الغبن عن ممارسات غير مشروعة في السوق المالية كالحديعة، النجش، الغش، الكذب والتغريب، ومن صور التلاعبات التي تؤدي إلى إحداث غبن في السوق، نجد مثلا:

أ/ العمليات التي تهدف إلى خفض كبير في أسعار الأسهم لشركة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها - وعلى المكشوف - دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الانخفاض تتبعه عمليات شراء أخرى لكميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة جداً، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى سعرها الطبيعي بعد ذلك<sup>(3)</sup>.

ب/ العمليات التي تتم عن طريق نشر أخبار كاذبة أو إشاعات والقيام بعمليات بيع موازية أو في نفس مستوى الانخفاض لكي تزيد من الاتجاه نحو الانخفاض<sup>(4)</sup>.

ولتفادي وقوع الغبن في السوق يجب تحقق الشروط التالية:

- وضع نظام سقف للأسعار، ونعني به تحديد نسب الارتفاع والانخفاض في الأسعار للحد من المغالاة المصطنعة للأسعار والتي تؤدي إلى الغبن.

- التأكد من صحة البيانات المصرح بها، وعدم إغفال التصريح بمعلومات يؤدي التصريح بها إلى التأثير على سعر أو قيمة الأداة المالية.

- التأكد من عدم وجود غبن في علاوة الإصدار نتيجة تقديرها تقديرا مبالغ فيه، بحيث يجب التأكد من أنها قدرت بشكل مناسب.

(1) - عبد الحق حميش، الحسين شواط، فقه العقود المالية، الطبعة الأولى، دار البيارق، بيروت، 2001، ص33.

(2) - محمد هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2009، ص142.

(3) - عبد الله العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية -، مرجع سابق الذكر، ص ص12، 13.

(4) - إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، الطبعة الأولى، مكتبة الرشد، الرياض، 2006، ص550.

- وضع قوانين رادعة لمعاقبة كل من يقوم بتلاعب قد يؤدي إلى إحداث غبن، مع اتخاذ إحدى الإجراءات التالية :

بطلان العقود، وإلغاء الصفقات التي تمت على ورقة مالية معينة في وقت محدد، وإعادة الأدوات إلى محافظها الاستثمارية من باب السياسة الشرعية<sup>(1)</sup>.

يجب أن يلزم المضارب المتلاعب بغرامة مالية تتناسب وتغيره، وأكله أموال الناس بالباطل<sup>(2)</sup>.

**1-10- الخلو من النجش:** تعدد تعاريف النجش المنهي عنه عند الفقهاء ولكنها متقاربة في المعنى حيث عرف: "أن يزيد أحد في السلعة وليس في نفسه شراؤها يريد بذلك أن ينتفع البائع ويضر المشتري"<sup>(3)</sup>، ويحرم النجش عند جمهور العلماء وعلّة تحريمه أنه من قبيل الكذب المحرم والخداع، ويترتب عليه إضرار بأحد المتعاقدين، ومع كونه لا يبطل عقد البيع فهو محرم وأثم فاعله<sup>(4)</sup>.

ويتجلى النجش في سوق الأوراق المالية بما يسمى بعمليات التدوير وهي أن يقوم المضارب بالبيع على نفسه بكميات كبيرة، من خلال تعدد المحافظ التي باسمه، أو بأسماء أصدقائه، أو أفراد أسرته، أو بأسماء مجموعات متفق فيما بينها على هذا الأساس ثم تقوم هي نفسها بالبيع على البائع الأول، وإعادة هذا السهم بسعر أكبر إذا أريد للسهم الارتفاع، أو أقل إذا أريد له الانخفاض، والهدف من ذلك إيهام المتداولين في السوق بأن هناك تغيرات في سعر السهم<sup>(5)</sup>.

**1-11- الخلو من الخلافة:** الخلافة في العقد هي أن يخدع أحد المتعاقدين الآخر بوسيلة موهمة قولية أو فعلية تحمله على الرضا في العقد بما لم يكن ليرضى به لولاها، وأصلها عن ابن عمر رضي الله عنه أن رجلا

<sup>(1)</sup> - صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم حكمها وآثارها، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، 2006، ص86.

<sup>(2)</sup> - عبد الله السلمي، حكم المضاربة في أسواق المال، بحث مقدم لندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، ص102.

<sup>(3)</sup> - محمد ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار ابن حزم، بيروت، 1995، 1231/3.

<sup>(4)</sup> - ثناء الحافظ، فقه المحبة وبواعثها في المعاملات المالية، دار الفكر، دمشق، 2010، ص240.

<sup>(5)</sup> - صالح البربري، المضاربة والتلاعب في سوق الأوراق المالية -دراسة قانونية-، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/research.htm](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm) consulté le: 29/12/2013.

ذكر للنبي صلى الله عليه وسلم أنه يخدع في البيوع فقال: " إذا بايعت فلا خلافة" (أخرجه البخاري)<sup>(1)</sup>، والخلافة لها عدة صور منها الخيانة والتناجش.

تقوم كافة الأسواق بعرض أسعار كافة الصفقات التي تتم فيها، وتسمح لبعض وسائل الإعلام بعرضها، ويحدث في كثير من الأحيان تلاعب في عرض شريط الأسعار، حيث يقوم البعض (بشكل غير معلن) عندما تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت أسعار منخفضة للسهم، وذلك في المرحلة التحضيرية لافتتاح جلسة العمل، ويكون على خلاف السعر الفعلي المخطط له، مما يسبب خداعاً لبعض المتعاملين في السوق ويدفعهم لبيع أسهمهم بأسعار منخفضة خوفاً من انخفاضات أخرى<sup>(2)</sup>.

**1-12- الخلو من التغيرير:** للتغيرير تعاريف عدة منها إظهار الشيء بمظهر غير حقيقي، مع إعطائه صفة ليست له، لكي يستثير رغبة الطرف الآخر، فيقدم على إبرام العقد<sup>(3)</sup>، وينقسم إلى تغيرير قولي أو تغيرير في السعر، كما لو قال البائع للمشتري أن هذه السلعة تساوي أكثر ولا تجد مثلها بهذا السعر، أو دفع لي فلان فيها كذا فلم أقبل ونحو ذلك من المغريات الكاذبة، وتغيرير فعلي أو تغيرير في الوصف كوضع الجيد من البضاعة في الأعلى والرديء في الأسفل، وتلاعب بائع السيارة المستعملة بعدد قياس المسافة وإرجاع أرقامه لإيهام المشتري قلة استعمالها.

وهناك فرق بين التغيرير والغرر، فالغرر هو مستور العاقبة والتغيرير فعل أو قول ليخدع به آخر فالغرر هو الخطر، والتغيرير الخداع والإيقاع في الخطر.

ويظهر التغيرير في السوق المالية التقليدية فيما يطلق عليه طريقة "التصريف" عند إرادة المضارب بيع أسهم يمتلكها، وطريقة "التجميع" لمن أراد أن يشتري أسهم، ففي الطريقة الأولى ينتهز المضارب فرصة ارتفاع القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين ببيعها عليهم بسعر أعلى من سعر السوق الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له بسعر أعلى، مما ينتج مزيد من الارتفاعات في قيمتها السوقية ثم يقوم المضارب ببيع ما يملكه بالسعر المرتفع، وتكون النتيجة تدهور سعر السهم.

(1) - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع بها في الفقه الإسلامي -، مرجع سابق الذكر، ص 136.

(2) - عبد الله العمراني، التلاعب في الأسواق المالية -دراسة فقهية-، مرجع سابق الذكر، ص 11.

(3) - عبد الله السلمي، التغيرير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية، مجلة العدل، العدد 41، المملكة العربية السعودية، 1430هـ، ص 107.

والتصريف معناه بيع الأسهم التي يمتلكها، والتجميع يعني شراء هذه الأسهم بحيث يقوم المضارب بالشراء من نفسه، ورفع القيمة السوقية للسهم من خلال تعدد المحافظ التي يديرها لجذب الانتباه، ولزيادة قيمة السهم، فيقوم المتداولون بالشراء كي يحققوا بعض الأرباح قبل الإقفال، فيقوم بالبيع والتصريف عليه، ولزيادة التغيرير قد يلامس السهم النسبة القصوى لليوم أكثر من مرة، ثم يتدهور السهم بالنزول ثم يقوم بزيادة الشراء على نفسه حتى يرتفع ثم يقوم بالتصريف وهكذا حتى نفاذ الكمية التي لديها<sup>(1)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى مفهوم التغيرير في أغلب قوانين الأسواق المالية العربية والدولية لا يختلف عن مفهومه في الفقه الإسلامي، حيث تضع له هذه الأسواق مواد تعاقب فيها المغيرر وتلزمه بالتعويض<sup>(2)</sup>.

ومن أشكال التغيرير في السوق المالية أيضا، الإدارة المنظمة لنشر الإشاعات والمعلومات الخاطئة بطريقة توهم الحاصل عليها مما تدفعه لأخذ مراكز مالية بناء عليها، ثم يكتشف حقيقة المعلومات، ولذا فإن شرط الإفصاح والشفافية يعد آلية فعالة في منع التغيرير أو التقليل منه إلى حدود متدنية مما يعكس الرشد في سلوك المتعاملين في السوق.

**1-13- الخلو من الغش:** إن حقيقة الغش: "عدم إعلان ما في السلعة من نقص وعيب ولو لم يبذل جهدا في إخفائه بحيث يحتمل أن يرفع ثمنها بالباطل والخداع"، ومثل هذا يتنافى مع ما جاءت به الشريعة من عصمة المال عن الإضرار به، لذا حرم الغش بصورتيه السلبية (وهي مجرد السكوت عن العيب والنقص)، والإيجابية (وهي القيام بجهد ما لإخفاء العيب أو تزيين السلعة)، وهذه الصورة الأخيرة أعلى صورتَي الغش، وأشدّهما في التحريم، ويعبر عن مجموع هذا في الاصطلاح الفقهي بالتدليس<sup>(3)</sup>. ويعرف الغش محاسبيا على أنه عبارة عن حذف أو تعديل أو إجراء قيود محاسبية بصورة عمدية بهدف إخفاء عجز أو تلاعب، أو إخفاء حقائق تتعلق بالأوضاع المالية للمشروع<sup>(4)</sup>، وقد يظهر الغش في الإفصاح عن قوائم مالية غير صحيحة تظهر أرباحا أكثر من الأرباح الحقيقية للمشروع، بغية التأثير على أسعار الأسهم في السوق.

(1) - عبد الله العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية-، مرجع سابق الذكر، ص 10، 11.

(2) - أحمد زايد، عبد الله الخشروم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة - دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني-، مجلة المنارة، المجلد 13، العدد 9، 2007، ص 158.

(3) - أحمد موايني، الضرر في الفقه الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 200.

(4) - عبد الكريم علي الرححي، الأصول العلمية والعملية لتدقيق الحسابات، الطبعة الأولى، الكلية الجامعية المتوسطة، عمان، 1983، ص 104.

**1-14- الخلو من التدليس:** التدليس هو كتمان البائع العيب في المبيع عن المشتري مع علمه، ليوهم المشتري خلو المبيع من العيوب، أو لجوء البائع إلى حيل ليغري المشتري على التعاقد<sup>(1)</sup>.

فالشريعة الإسلامية تحرم التدليس وتجعل المسلم صادقاً يبين عيوب سلعته لإخوانه المتعاملين معه في السوق، والفقهاء مجمعون على أن الحيل التي يلجأ إليها المتعاقد لخداع المتعاقد الآخر تؤثر على لزوم العقد، ويكون للمدلس عليه حق الخيار وهو ما يسمى بخيار العيب، وللعاقد حق الرجوع في العقد بعد تمامه إذا اطلع على عيب المعقود عليه.

وقد يحدث التدليس في السوق المالية من خلال إخفاء المتعامل معلومات داخلية عن المتعاقد الآخر ذات تأثير على أسعار الأسهم التي يراد التعامل بها، أو إساءة استغلال معلومات خاصة بالشركة، كأن يتمكن المتعامل بالأسهم مثلاً نتيجة استغلاله المعلومات غير المعلنة لمصلحته الشخصية من شراء الأسهم بسعر منخفض، لأن المتعامل الآخر لا يعلم بتلك المعلومات، حيث أنه في حال علمه بها يتمكن من بيع أسهمه بسعر أعلى<sup>(2)</sup>، فيكون بذلك قد خان الأمانة إضافة إلى التدليس.

كما يستحسن تنظيم إجراءات خاصة تشجع على نشر المعلومات التي من شأن الإعلان عنها التأثير جوهرياً على أسعار الأسهم، لأن استغلال المعلومات يرجع إلى سبب أساسي هو سرية تلك المعلومات، ومن شأن ذلك قطع الطريق على من تسول له نفسه استغلال المعلومات.

(1) - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع بها في الفقه الإسلامي -، مرجع سابق الذكر، ص 139.

(2) - أحمد زايد، عبد الله الخشروم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة - دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني -، مرجع سابق الذكر، ص 159.

## 2- الشروط الفنية:

تتضمن الشروط الفنية كل الإجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأوراق المالية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية الإسلامية في ظل الاقتصاد الإسلامي.

وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط التالية :

2-1- أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيها.

2-2- إلزام الجهات الراغبة بإصدار أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها<sup>(\*)</sup>، وفي هذا ضمان لغير المتخصص، إذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح (1).

2-3- إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتاً محدثاً بشكل متتالي، اعتماداً على مؤسسات تشكل جزءاً من السوق المالية الإسلامية ليست ذات صلة مباشرة بعمليات التداول، بحيث أن ما يحصل في عمليات التداول ينعكس قانونياً على سجلات وأوراق هذه المؤسسات وهي التي تصدر الوضع النهائي لملكية هذه الأدوات وهو ما تعرفه بعض الدول ببيئة الأوراق المالية، وعلى أن يتم نقل الملكيات من خلالها بشكل حقيقي وبحد أعلى يقدر بثلاثة أيام عمل، ويساعد في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الاتصالات.

(\*) تنص سوق الأردن ومصر على ضرورة تحقق هذا الشرط لقبول الاكتتاب.

(1) - أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق الذكر، ص 622، 623.

2-4- أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعاً<sup>(1)</sup>، كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو الغبن أو التدليس، إلخ.

2-5- عدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة، والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية، حيث يعتمد كبار الممولين إلى طرح مجموعة من الأدوات المالية، فيخفض سعرها لكثرة العرض، فيلجأ صغار حملة هذه الأدوات إلى بيعها بسعر أقل خشية انخفاض سعرها أكثر من ذلك وزيادة خسارتهم، فيخفض سعرها مجدداً بزيادة عرضها، فيعود كبار الممولين إلى شراء هذه الأدوات بسعر أقل بغية رفع سعرها بكثرة الطلب، وينتهي الأمر بتحقيق مكاسب لكبار الممولين وإلحاق خسائر فادحة بصغار حملة الأدوات المالية نتيجة خداعهم بطرح غير حقيقي لأوراق مماثلة، ويجري مثل ذلك أيضاً في سوق البضائع، وعليه يجب على إدارة السوق المالية الإسلامية الحد من هذه العروض عن طريق فرض العقوبات الخاصة بالتورط بإحدى محددات العرض والطلب المصطنعة بحيث يتم وضع معايير للكشف عن ذلك كأن يتم البيع وإعادة الشراء أو العكس خلال جلسة عمل واحدة مستغلين حصول أوامر البيع والشراء بأوامر مشفرة يصعب على الكثيرين تمييز مصدرها.

2-6- أن يتم وضع ضوابط لعمليات البيع وإعادة الشراء أو العكس من الجهة ذاتها بحصول فاصل زمني يقاس بجلسات العمل مع الأخذ بالاعتبار حجم العمليات قياساً إلى حجم تداول الأداة المالية، وقياساً إلى مجمل رأس مال هذه الأداة.

2-7- يجب أن يتوفر في السوق المالية الإسلامية هيئة رقابة شرعية تضم فقهاء وخبراء على قدر عالي من التأهيل العلمي والشرعي والمحاسبي مما يميزهم بقدرتهم على التعامل مع القضايا المالية والأسواق المالية، وعليها أن تقوم بمراجعة دورية وتصدر تقارير، ثم ينبغي التأكيد على أن كل شركة يجب أن يكون لها هيئتها الخاصة بها لمتابعة أعمالها اليومية وتقوم هذه الهيئة بإصدار تقارير، ويجب أن يكون لهذه الهيئات مجتمعة صلاحيات عالية وكبيرة حتى لا تكون خاضعة لإدارة السوق أو الشركات.

2-8- أن تضع إدارة السوق شروط ومتطلبات الجهات والأدوات والأوراق المالية التي يسمح لها التعامل في السوق المالية الإسلامية إما إصداراً أو وساطة أو غير ذلك، وتعد هذه الشروط والمتطلبات لازمة للتنفيذ اعتماداً على قواعد السياسة الشرعية ورعاية المصالح العامة وهي قواعد مقررة في الشريعة الإسلامية.

2-9- أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية في السوق بواسطة وسطاء مرخصين بهذا العمل، لما يحققه هؤلاء الوسطاء من أطراف ضامنين لإتمام العمليات وعدم ضياع الحقوق، وتسجل أسماءهم وعناوينهم

(1) - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 124.

وجميع الأحكام التي تتعلق بهم في سجل المرخصين والمعتمدين ويحفظ لدى هيئة السوق ويكون متاحا لاطلاع الجمهور<sup>(1)</sup>.

2-10- طبيعة العلاقة بين المتعاملين داخل السوق والوسطاء الماليين يمكن أن تأخذ عدة أشكال (عقود وكالة، عقود جعالة، عقود إجارة)، وفي إطار سوق إسلامية يفضل عدم الإلزام بنوع عقدي واحد في ضوء أن الفقه الإسلامي يتيح عدة خيارات، فيترك للمتعاملين أن يحددوا طبيعة العلاقة مع الوسطاء الماليين، هل هي على أساس الوكالة، الجعالة، أو على أساس التمويل<sup>(2)</sup>.

2-11- عدم تقدير عمولة الوسطاء وتحديداتها من قبل الجهات المشرفة على السوق، والواجب أن يترك تقدير ذلك إلى الوسطاء أنفسهم، ما التزموا في ذلك بأخذ الأجرة المعتادة، أما إذا امتنع الوسطاء عن تقديم خدماتهم إلا بأجرة مرتفعة زائدة على الأجرة المعتادة، ففي هذه الحالة يكون لإدارة السوق تحديد العمولة لما في ذلك من المصلحة، وذلك لكون الأصل في الشريعة هو عدم التسعير إلا إذا اقتضت المصلحة ذلك. ويمكن لإدارة السوق وضع حدود دنيا وعليا للعمولات المتقاضاة منعا للاستغلال، وفكرة وجود حد أعلى وحد أدنى تترك مجال للمنافسة بحيث يتم تقدير هذه العمولات وحدودها ونسبها بشكل يعكس تكلفة التشغيل مع تحقيق مستويات ربحية معقولة، وهذا في إطار السوق المنظمة، في حين يترك تقدير العمولات للتفاوض في السوق غير المنظمة، وهي وإن كانت أقل عادة مما يؤخذ في السوق المنظمة إلا أنها تكون مجزية بالنظر إلى الحجم الكبير للصفقات.

2-12- تحديد الشروط الواجب توفرها لاعتماد الوسطاء في السوق ومراقبة تحقق هذه الشروط طول فترة الترخيص، ومن أهمها تحديد نوعية الشركة طالبة الترخيص للقيام بدور الوسيط، توافر الملاءة المالية، وفي اللحظة التي يختل فيها أي شرط من هذه الشروط يسحب ترخيصه للعمل.

2-13- وضع رقابة شرعية ومهنية على الوسطاء لضمان حماية حقوق المتعاملين في السوق المالية الإسلامية ومتطلبات المصلحة العامة، وذلك من خلال الإطلاع على السجلات المحاسبية للوسطاء والقيام بالتفتيش بصورة دورية أو عند الضرورة، بالإضافة إلى فرض عقوبات صارمة على مخالفة قواعد السلوك المهني الأخلاقي، كإساءة التصرف بأموالهم بما في ذلك إساءة توظيفها أو استخدامها، التأثير سلبا على المنافسة وذلك بالتلاعب بنسب العمولات أو ببدل الخدمات التي يتقاضاها أي منهما من العملاء أو الحد

(1) - هيئة الأوراق المالية الأردنية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، المادة 53.

<http://www.jsc.gov.jo> consulté le:29/12/2013.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص 1139.

من الخدمات المقدمة لهم<sup>(1)</sup>، والحرص على أدائهم أعمالهم بأمانة وإخلاص لصالح عملائهم وبشكل يؤدي إلى تعظيم مصالحهم وتحقيق أهدافهم الاستثمارية دون تمييز بينهم أو تحميلهم عمولات وبدل خدمات مبالغاً فيها أو ضمان أرباح معينة لهم أو وعدهم بها أو ممارسة أي من أساليب الغش والخداع معهم.

2-14- إلزام الشركات بعدد معين من المحللين الماليين المتصفين بالخبرة والمهارة لمقابلة حاجة المستثمرين إلى معلومات أفضل.

2-15- شرط الحوكمة والضبط: إن تحقيق شرط الحوكمة والضبط مطلوب من عدة جهات، فهو مطلوب من إدارة السوق المالية الإسلامية عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، ومن الشركات وكبار المتداولين والمتعاملين، ومن شركات الوساطة المالية، أي من كل ذوي العلاقة بالسوق المالية الإسلامية وعليهم أن يلتزموا جميعاً به كل في حدود تخصصه.

أ/ شرط الحوكمة: ويقصد بالحوكمة "مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الانضباط والشفافية والعدالة، وبالتالي تهدف الحوكمة إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوحدة الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة في المجتمع ككل"، وتسعى بذلك حوكمة الوحدة الاقتصادية نحو منع التلاعب وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والنظامي الملزم الذي يضمن تحقق المنفعة لكافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

وبالتالي يتوجب لتحقيق شرط الحوكمة وضع إطار تنظيمي يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها الشركة في معاملاتها الداخلية والخارجية، وذلك من خلال ما يلي:

- ترشيد ممارسات المديرين ومجلس إدارة الشركة، من خلال وضع نظام داخلي خاص يتم مراجعته بشكل دوري، تحدد بموجبه بشكل مفصل مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة وصلاحياته<sup>(2)</sup>.
- ترشيد حقوق المساهمين، وذلك باتخاذ الإجراءات المناسبة لضمان حصول المساهمين على حقوقهم بما يحقق العدالة والمساواة دون تمييز، كحق المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة أصالة أو بوكالة بعدد أصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها المساهم، وحق أولوية الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من الأسهم للشركة قبل طرحها للمستثمرين الآخرين.

(1) - هيئة الأوراق المالية الأردنية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، المادة رقم 54، 56، 57، ص 10.

(2) - هيئة الأوراق المالية الأردنية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان.

- ترشيد ممارسات المحاسبين ومدققي الحسابات وما يقومون به من أعمال لإظهار المراكز المالية ونتيجة نشاط المؤسسة وذلك من خلال تحديد آليات وضوابط اختيار وتغيير مراقب الحسابات بصفة دورية.

ب/ شرط الضبط: ونقصد بشرط الضبط هو ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون الضبط والعاملين في السوق المالية الإسلامية، والمرتبطين بها بأية صفة وظيفية هامة، بأداء ما أسند إليهم من الأدوار بفاعلية، وعلى نهج يتسق مع مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>.

ويرتبط شرط الضبط بعدة جوانب، منها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بأخلاق العمل وثقافته، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال السوق المالية الإسلامية، وهذه الأدوار تؤثر على النهج الذي تسلكه السوق المالية الإسلامية في صياغة وتنفيذ ومراقبة استراتيجيات عملها، وسياساتها، وعملياتها، وأنظمتها الرقابية.

ولكي يكون هيكل الضبط فاعلا تحتاج إدارة السوق إلى تحديد الخصائص المميزة لنموذج أعمالها، وأهمها ما يلي:

- الالتزام الشرعي : إن الضبط في السوق المالية الإسلامية يتجاوز بكثير حدود "الحوكمة الرشيدة" لدى المؤسسات التقليدية، نظرا لما لها من أبعاد اجتماعية ودينية، وفي حقيقة الأمر فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعود أصلا إلى قدرتها على أداء أنشطتها التجارية والمالية وفق قواعد الشريعة الإسلامية، والسوق المالية الإسلامية تنشأ من أجل مساعدة المستثمرين على توظيف أموالهم بصيغ مفيدة وموائمة للشريعة الإسلامية، وقرار الاستثمار لدى سوق مالية إسلامية ما أو التعامل معها دون غيرها، يتم التوصل إليه عبر تقييم مدى قدرة تلك السوق على إخضاع عملياتها بدرجة صارمة لضوابط الشريعة الإسلامية، وفي غياب ذلك تغيب الثقة في السوق المالية الإسلامية، لذلك ينبغي أن يكون لهذه الأخيرة الآليات والهياكل الفاعلة التي تمكنها من إخضاع معاملاتها المالية وغير المالية للشريعة الإسلامية<sup>(2)</sup>.

- تعزيز الثقة : إن صناعة الخدمات المالية (تقليدية كانت أو إسلامية) مجال تعتبر فيه الثقة عنصرا أساسيا، علما أن الممارسة السليمة للضبط تؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور، لذا ينبغي التنبيه إلى ذلك من قبل المعهود إليهم بشؤون الضبط، والقادرين على التأثير عليهم، وهذا لا يتسنى بغير العديد من الإجراءات المهمة ، منها وجود هيكل للضبط يمتاز بالشفافية.

- المسؤولية الاجتماعية : تسعى هياكل الضبط، إلى تحقيق أقصى درجة ممكنة من التوازن بين مصالح

<sup>(1)</sup> - معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جزء الضوابط، البحرين، 2008، ص62.

<sup>(2)</sup> - معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص64.

الأطراف ذات العلاقة، ومصالح المعهود إليهم بشؤون الضبط، ومصالح المجتمع، ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد أنشأت السوق المالية الإسلامية كي تساعد على استخدام الثروة والموارد المالية بصيغة تفيد المستثمرين والمجتمع بأسره.

- قواعد السلوك وأخلاقيات العمل وثقافته: ينبغي على السوق المالية الإسلامية تبني سياسات وإجراءات وممارسات موائمة للشريعة الإسلامية، لتكريس الالتزام بالقواعد الأخلاقية السليمة، والسلوك المستشعر للمسؤولية لدى أعضاء مجلس الإدارة، وأعضاء هيئة الرقابة الشرعية والإدارة والعاملين في السوق.

- ينبغي أن تضع إدارة السوق آلية فاعلة لضمان ومراقبة الالتزام بالضوابط والشروط الموضوعية من طرفها لضمان تحقيق أهدافها.

إلا أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن تضع إدارة السوق المالية الإسلامية ما تراه مناسباً من القيود الإدارية والفنية مراعاة للصالح العام.

### 3- الشروط المهنية:

تتمثل الشروط المهنية في تلك الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأداة المتداولة وللجهة المصدرة لها.

وهذه الشروط يجب التأكد من تحققها من قبل جهتين إشرافيتين على الأقل :

الأولى : هيئة الرقابة الشرعية للجهة المصدرة، وهذا يتطلب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة مؤهلين للقيام بهذه المهمة، لا مجرد مفتين للجهة المشرفين عليها.

الثانية : إدارة السوق المالية الإسلامية، والتي يجب عليها عدم السماح لجهة ما بالعمل من خلال السوق إلا بعد استيفائها للشروط المهنية.

وتكمن أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالية الإسلامية، أو في ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها على النحو التالي :

- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعاً، الصكوك الإسلامية، وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت إشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

- التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير، كل بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاحات والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، والخارجيين.

- تحديد معيار كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية<sup>(1)</sup>، ولالأدوات المالية التي يكون لها جانب ائتماني، بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديدده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة وينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة للأدوات المالية يكون تعاملها بالنقد أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساساً لإصدار الأدوات المالية؛ خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يؤخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، والقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديراً مناسباً<sup>(2)</sup>.

- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصداراً وتداولاً، ذلك لاحتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقد والديون، أو الذهب والفضة، فكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقوداً محضه يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديوناً محضه، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها<sup>(3)</sup>.

- عدم تداول الأدوات المالية إلا إذا كانت تمثل ملكية حقيقية للأصول المالية المعبرة عنها.

- أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد الاستثمار والتمويل الإسلامي، وبما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية<sup>(4)</sup>، وبما يمنع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، وهذا في إطار المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تكون هذه الأدوات أدوات ملكية المقصود منها التحوط وليس المضاربة والمقامرة، بالتالي يمنع إجراء التسويات النقدية لأن فيها إشارة ودلالة على أن المقصود مضاربة قمارية وليس المقصود من المشتقات التحوط ضد المخاطر المعبرة في الاقتصاد أو التمويل الإسلامي.

(1) - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، مسودة مشروع مترجمة عن اللغة الإنجليزية، ماليزيا، 2007، ص ص 9-20.

<http://www.ifsb.org> consulté le: 24/06/2013.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار (21)، (12)، البحرين، 2007، ص 354.

(3) - مجمع الفقه الاسلامي، البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية، 2010.

[www.islamfeqh.com](http://www.islamfeqh.com) consulté le: 24/06/2013.

(4) - عبد الوهاب علي، حسين حسين شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 176.

- أن يتم صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين والوسطاء الماليين على أساس الوكالة بأجر إذا كان الاستثمار المالي مغطى، في حين يتم اعتماد أساليب التمويل المشروعة كأسلوب المشاركة أو المراجعة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الاعتبار الأداة المالية الممولة والأصل المالي الممول حرصاً على كون بعض الأدوات والأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلاً.

- أن يتم وضع أسس مالية واضحة وصارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضماناً لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء وتحت إشراف غرفة المقاصة في السوق بحيث يتم تغطية أثمان العمليات التي تم إجراؤها من قبل العملاء من خلال وسطائهم.

- أن يتم وضع الضوابط والقيود المالية التي تنظم سقف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق.  
- أن يتم وضع الأسس المنظمة لعمليات التداول للأدوات المالية في السوق الإسلامية من قبل المخول لهم بالتعامل بأنماط البيوع القصيرة كالبيع على المكشوف، أو الآجلة حال وضع صيغ إسلامية تغطي الحاجة للتعامل بهذه الأنماط.

- شرط الإفصاح والشفافية: يوفر شرط الإفصاح والشفافية الذي تقوم عليه السوق المالية الثقة بين المتعاملين، حيث تؤكد كافة التشريعات المنظمة للأسواق المالية على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح كمبدأ أساسي في عمل الأسواق، بالإضافة إلى اعتباره المعيار الأساسي المعتمد في تحديد درجة كفاءة السوق، فإذا كانا شرطاً للشفافية والإفصاح يحتلان مكانة هامة في السوق المالية التقليدية، فمن باب أولى أن يحتلا مكانة أكثر أهمية في السوق المالية الإسلامية، وذلك لكونهما مطلبين شرعيين مستمدين من شروط العقود المالية، فلا تصح العقود إلا بانتفاء الجهالة، فشرط الإفصاح والشفافية كفيلاً بنفي الجهالة عن العقود المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية المنشودة.

إن تحقيق شرط الإفصاح والشفافية يجب الوفاء به من جهات عدة في السوق المالية الإسلامية، فإدارة السوق المالية الإسلامية ينبغي عليها الإفصاح عن مجمل الأعمال التي تقوم بها خلال جلسات العمل، ولا يقتصر ذلك على إدارة السوق؛ بل يجب على جميع الأطراف المشاركين في السوق الإفصاح عن أعمالهم بما تتطلبه طبيعة مشاركتهم في عمليات السوق.

ومن الملاحظ أن هناك تقارب وتداخل بين تعاريف الشفافية وتعاريف الإفصاح، ولكن يمكن التمييز بينها في كون الإفصاح هو الإعلان والإخبار عن كل عملية لها تأثير على الأصل المالي من جهة وعلى التعامل به من جهة أخرى، أما الشفافية فهي كيفية الإفصاح أو الطريقة المثلى للإعلان أو الإفصاح.

أ/ شرط الإفصاح:

إن المعنى العام لمصطلح الإفصاح يقصد به نشر المعلومات، أما تعاريفه فتتعدد وتتنوع، حيث يشير بعضها إلى أن الإفصاح يقوم بتوضيح وعرض القوائم المالية بطريقة صادقة وعادلة. كما تم تعريفه بأنه نشر المعلومات الضرورية للفئات التي يحتاجونها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي تقوم بها السوق المالية، حيث أن الفئات المختلفة تحتاج للمعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها، والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي ترغب بها<sup>(1)</sup>.

وبالتالي ينبغي على إدارة السوق أن تحدد نوع الإفصاح المطلوب من كونه إفصاحاً محاسبياً أو غير محاسبياً، أو إفصاحاً عادلاً، اختيارياً أو إجبارياً، وأن تقيم هذه الإفصاحات بين الحين والآخر، بحيث تقرر أن الإفصاح الذي صدر هل هو إفصاح كاف أو غير كاف، ولكي يتحقق الإفصاح الكافي في السوق المالية الإسلامية لا بد من اتخاذ الإجراءات التالية:

- بيان نوعية الأعمال وحجم المخالفات، والعمليات الملغاة.
- قيام هيئة السوق بتوفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الأدوات المالية والجهات المصدرة لها، والتأكد من توفير البيانات والمعلومات الخاصة بالاككتابات الجديدة، وسلامة هذه المعلومات وصحة الإجراءات التي اتبعت<sup>(2)</sup>، تحقيقاً لمبادئ الموثوقية والاعتمادية ومصداقية المعلومات.
- إلزام الشركات المدرجة في السوق المالية الإسلامية بالإفصاح عن طريق قوائم مالية معدة بناء على محاسبة مالية إسلامية، والتأكد من اعتمادها على معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في أدائها لهذه القوائم، وذلك لكون المحاسبة المالية من منظور إسلامي يراعى فيها التمييز بين الحلال والحرام<sup>(3)</sup>، بما يزيد ثقة المتعاملين معها في سلامة أموالهم وتحقيق أرباح مباحة، وإذا لم تتوفر هذه الثقة فقد يمتنع كثير من المسلمين عن التعامل مع هذه السوق، ولتعزيز هذه الثقة لا بد من عدة وسائل أهمها توفير المعلومات التي يعتمد عليها مستخدمو القوائم المالية في تقييم التزام الشركات المدرجة من جهة، وإدارة السوق من جهة أخرى بأحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>(1)</sup> - أحمد مخلوف، الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص 05.

<sup>(2)</sup> - عماد صالح سلام، سوق الإمارات للأوراق المالية وتطوير البيئة الاستثمارية، أبو ظبي، 2006، ص 191.

<sup>(3)</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، جزء المحاسبة، البحرين، 2008، ص 475.

- تحديد قاعدة عامة لتقويم الطرق المحاسبية البديلة والاختيار من بين الأساليب المتاحة للإفصاح، وطالما أن هناك مجالاً للمفاضلة بين طرق المحاسبة وأساليب الإفصاح فإنه يجب اختيار طريقة المحاسبة أو أسلوب الإفصاح الذي يتيح أفضل المعلومات فائدة لمساعدة المستفيدين الخارجيين على اتخاذ قراراتهم، وعليه يجب تحديد وتعريف الخصائص التي تجعل هذه المعلومات مفيدة في اتخاذ القرارات<sup>(1)</sup>.

- التوقيت الملائم: يجب إلزام الشركات المدرج أوراقها في السوق بتقديم المعلومات في حينها، بحيث يجب إتاحة المعلومات لمن يستخدمها عندما يحتاجون إليها، وذلك لأن هذه المعلومات تفقد منفعتها إذا لم تكن متاحة عندما تدعو الحاجة إلى استخدامها، أو إذا تأخر تقديمها فترة طويلة بعد وقوع الأحداث التي تتعلق بها فتفقد فعاليتها في اتخاذ قرارات على أساسها، بالإضافة إلى تحديد الفترة الزمنية المثلى التي تعد عنها القوائم المالية، والحد الأدنى للفترة الزمنية التي تفصل بين تلك الفترة وتاريخ نشر القوائم المالية<sup>(2)</sup>.

- الأهمية النسبية للمعلومات: إن مفهوم الأهمية النسبية للمعلومات مستمد من فقه الأولويات في الشريعة الإسلامية، فلقد اشتملت أصول الفقه الإسلامي ومبادئه على قواعد تنظم الأولويات في التطبيق والاعتبار والبيان، مثل تقسيم التشريعات إلى ضرورية، وحاجية، وتحسينية، وتعلق الطلب بالضروريات قبل الحاجيات أو التحسينات. ومقتضى هذا المفهوم أنه عند إعداد المعلومات المراد الإفصاح عنها يتعين مراعاة احتياجات من يستخدمونها من حيث أهمية المعلومات كيفاً وكماً، فإذا كانت المعلومات المراد إدراجها ضمن الإفصاح ليست على درجة واحدة من الأهمية بحسب تعلقها بأمر أساسي ضروري أو بأمر حاجي أو بأمر تحسيني، وجب تقديم الأهم على غيره، وترتبط الأهمية النسبية للمعلومات بمدى وكيفية الإفصاح، كما أن ذلك يرتبط بملائمة المعلومة وموثوقيتها، إذ أن المعلومة ذات الأهمية يتعين الإفصاح عنها، كما أن المعلومة التي لا تهم مستخدميها في اتخاذ قراراتهم لا يتعين الإفصاح عنها، لأن كثرة المعلومات غير المفيدة قد يؤدي إلى إرباك مستخدمي المعلومات، إذ أنه يحتاج إلى دراسة قدر كبير من البيانات التفصيلية لكي يستخرج منها المعلومات الأساسية التي يحتاجها، وبالتالي ينطوي تحديد الأهمية النسبية للمعلومة على تقديرات اجتهادية تعتمد على خصائص كمية وخصائص نوعية أو خليط منهما معاً<sup>(3)</sup>، ويؤدي عدم احترام هذه الخاصية في الإفصاح إلى تغيير المعلومات المفصح عنها على نحو لا ينتفع بها من قبل من يستخدمونها لاتخاذ قراراتهم.

- الاهتمام بالمعلومات غير المالية، حيث ينتج عن انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية فقط، ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مجال تسعير الأسهم حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2008، مرجع سابق الذكر، ص 60.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2008، مرجع سابق الذكر، ص 63، 62.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2008، مرجع سابق الذكر، ص 60-69.

المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء.

- ومن أجل إتاحة المعلومات المفصّل عنها للجميع، على المؤسسة المتعاملة في السوق نشر المعلومات المفصّل عنها في وسائل الإعلام واسعة الانتشار<sup>(1)</sup>.

- ضرورة وجود لجنة مراجعة في كل شركة مساهمة تتأكد من التزام الشركة بقواعد الإفصاح من عدمه فضلا عن التأكد من مدى قيام مراقبي الحسابات بواجباتهم بحياد تام، وذلك باعتبارهم مساهمين في مجلس إدارة الشركة<sup>(2)</sup>.

ب/ شرط الشفافية:

إن الإفصاح الذي تحدثنا عنه سابقا إذا لم تتحقق فيه الشفافية لن يكون كفيئا ومفيدا للمستثمرين، أي أن الإفصاح قد يكون شفافا أو غير شفاف، والشفافية هي الوضوح، وحتى يكون الإفصاح شفافا يجب أن تتحقق فيه مواصفات معينة تجعله يتصف بالشفافية التي يحتاجها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

ويعرف البعض الشفافية على أنها الإفصاح المحاسبي الذي يتخطى مبادئ المحاسبة ذات القبول العام والمعايير والمتطلبات التشريعية في التقرير المالي لتزويد المستخدمين بالمعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قراراتهم<sup>(3)</sup>، بينما يعرفها آخرون بأنها تعني حصول المستخدم الخارجي على نفس المعلومات التي تكون لدى الإدارة وحصوله على تلك المعلومات يجعله قادرا على رقابة الإدارة<sup>(4)</sup>، كما عرفت على أنها الكشف عن المعلومات الداخلية وأي معلومات تؤثر على أسعار الأسهم والإفصاح عنها في توقيت واحد<sup>(5)</sup>.

إلا أن هذه التعاريف لم توضح بعض الجزئيات التي تجعلنا نفرق بين الإفصاح والشفافية، وبالتالي يمكن أن نضع تعريفا للشفافية يوضح هذه الجزئيات فنقول أنها الإفصاح الكافي والدقيق المتحدد والصادق، ذي الصلة بالمعلومات النوعية والكمية التي تصل إلى مستخدميها في الوقت المناسب، وتمكنهم من القيام بالتقييم الدقيق لوضع المؤسسة وأدائها المالي، وللأنشطة ووضعية المخاطر وممارسات إدارة المخاطر.

(1) - عبد الوهاب علي، حسين حسين شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص175.

(2) - عبد الوهاب علي، حسين حسين شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، مرجع سابق الذكر، ص176.

(3) - Robert, M.B, & others, what determines corporate transparency?, Journal of Accounting Research , vol. 42, no2, 2004, p266.

(4) - Frank, b.g., & Thomas ,H, on the value of transparency in agencies with renegotiation , Journal of Accounting research, vol.4 , no5, 2004, p871.

(5) - أحمد عبد الملك، إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة في ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، عدد2006، ص13.

ولتتحقق الشفافية المطلوبة في السوق المالية الإسلامية يجب على إدارة السوق اتخاذ الإجراءات التي تجعل المعلومات المفصح عنها تمتاز بالخصائص التالية :

- موثوقية المعلومة : يجب أن تكون هذه المعلومات على درجة عالية من الأمانة والثقة أولاً، ويتحقق ذلك من خلال الإظهار العادل للمعلومات بمعنى أن يكون هناك توافق وثيق بين تلك المعلومات وبين الواقع، وثانياً أن تتصف هذه المعلومات بالموضوعية أي أن النتائج التي يتوصل إليها شخص معين باستخدام أساليب معينة للقياس المحاسبي والإفصاح يستطيع أن يتوصل إليها شخص آخر مستقل عن الشخص الأول بتطبيق نفس الأساليب، ومن ثم فإن المعلومات الموثوق بها هي التي يمكن التأكد منها وإقامة الدليل على صحتها، وثالثاً أن تتصف بالحياد وعدم التحيز لفئة معينة على حساب أخرى، وذلك لكون المعلومات المتحيزة معلومات لا يمكن الوثوق بها<sup>(1)</sup>.

- ملائمة المعلومة : ويقصد بها وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المفصح عنها والأغراض التي تعد من أجلها، ولتكون هذه المعلومات ملائمة ومفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة باتخاذ المستخدمين لتلك المعلومات قراراتهم المتعلقة بالسوق المالية، وتتحقق الملائمة بتوفر صفات معينة أهمها أن تتميز المعلومات بقدرتها على مساعدة متخذ القرار على التنبؤ بجدوى علاقته الحالية أو المرتقبة مع الشركة مع إمكانية التحقق من صحة هذه التنبؤات وتصحيحها<sup>(2)</sup>.

- الاتساق : يقصد بالاتساق الثبات في تطبيق طرق وأساليب القياس والعرض والإفصاح من فترة إلى أخرى، وهذا لا يعني عدم تغيير هذه الطرق إذا دعت الضرورة لذلك

4- قابلية المعلومات للمقارنة : أي تمكين من يستخدم هذه المعلومات من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء المؤسسة نفسها فيما بين الفترات الزمنية المختلفة، وكذلك بين أداء المؤسسة ذاتها والمؤسسات الأخرى، ومن ثم فإن المعومات المفصح عنها أكثر فائدة كلما استخدمت أساليب مماثلة للقياس والإفصاح عن الأحداث المتشابهة بين المؤسسات وبين الفترات الزمنية المختلفة<sup>(3)</sup>.

- قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب : لا يمكن الاستفادة من المعلومات المفصح عنها إلا إذا كانت مفهومة لمن يستخدمها، وتتوقف إمكانية فهم المعلومات على طبيعة البيانات التي تحتويها هذه المعلومات وكيفية عرضها من جهة، وعلى قدرات من يستخدمونها وثقافتهم من جهة أخرى، فعلى من يقومون بإعداد القوائم المالية بالأخذ بالاعتبار القوائم لا توضع لمحاسبين بل توضع لمنفعة من يستخدمون تلك القوائم

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2008، مرجع سابق الذكر، ص 63.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2008، مرجع سابق الذكر، ص 63.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2008، مرجع سابق الذكر، ص 63.

خارج المؤسسة، وربما كانوا يفتقرون تماما إلى مثل هذه المعرفة، ومن ثم يجب مراعاة قدرات مستخدمي القوائم المالية، وحدود هذه القدرات، وأخذها بعين الاعتبار عند تصميم نماذج القوائم المالية وعند صياغة الإيضاحات حولها<sup>(1)</sup>.

- أن يتم قياس كفاءة السوق بالاعتماد على مؤشرات مالية إسلامية لقياس نشاط السوق وكفاءتها، دون السماح بتداول الأدوات المالية على أساس هذه المؤشرات لوجود قرارات من مجمع الفقه تمنع ذلك<sup>(2)</sup>.

- أن يمنع على المستثمرين التعامل المباشر في السوق المالية الإسلامية إلا بعد حصولهم على تأهيل مناسب تقدره إدارة السوق كدورة تدريبية لمدة شهر، والسماح بالتعامل بعد مضي مدة ثلاثة أشهر من التسجيل كمراقب.

- أن تكون الكوادر العاملة في المؤسسات ذات العلاقة بالسوق المالية الإسلامية بكافة مستوياتها مؤهلة تأهيلا شرعيا ومهنيا بحيث يتم الالتزام بقواعد العمل في السوق المالية الإسلامية، فأحيانا نتيجة ضعف القيم الأخلاقية والدينية يتم التعدي على الإجراءات، وبالتالي تفقد العملية مشروعيتها وقيمتها الإسلامية، فلا بد من التركيز على كون الموارد البشرية مؤهلة ومدربة شرعيا ومهنيا، عن طريق وضع معايير للتدريب والخبرة والكفاءة الإدارية وإجراءات العقوبة التأديبية لمن لا يستوفي منهم تلك المعايير.

- النص على قابلية أنظمة السوق المالية الإسلامية وقوانينها للتطور، فينبغي إيجاد آلية لمراجعة القوانين والأنظمة بشكل دوري بما يكفل تعديل ما يحتاج إلى تعديل وإضافة ما يحتاج إلى إضافة وتفصيل ما يحتاج إلى تفصيل، وأن يجعل ذلك جزء من استراتيجية إدارة السوق لضمان كون السوق مواكبة للتطورات الاقتصادية واستيعاب الحاجات المتطورة والمتنوعة.

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2008، مرجع سابق الذكر، ص 66.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2007، مرجع سابق الذكر، ص 459.

ثانياً- محفزات قيام ونجاح السوق المالية الإسلامية:

هناك محفزات تجعل العالم الإسلامي يساهم في إقامة السوق المالية الإسلامية التي لا حل لأزمات العالم إلا بها، ويعتبر من أهم العوامل المحفزة لقيام، ونجاح السوق المالية الإسلامية المنشودة :

- الموارد المالية: تتمتع الدول الإسلامية بفوائض ومدخرات مالية تبحث عن فرص توظيف تتناسب والشريعة الإسلامية، هذا بجانب الموارد الطبيعية الضخمة<sup>(1)</sup>، التي توفر بيئة نمو قوية للاقتصاد إذا تم استثمارها داخل الدولة.

- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن المتخصصين في الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالية التقليدية<sup>(2)</sup>.

- تشهد المنطقة الإسلامية وخاصة الدول العربية النفطية قيام مشاريع عملاقة في مجال البنية الأساسية، وهي مشاريع استقطبت استثمارات بمليارات الدولارات، وهذه المشاريع توفر عوامل محفزة لصناديق التمويل والصكوك الإسلامية.

- قامت العديد من الدول الإسلامية بإصلاحات قانونية استثمارية تضمنت تشريعات المناخ الملائم للعمل المصرفي الإسلامي الذي قمته السوق المالية، من بينها قانون المصارف الإسلامية الذي أصدرته سوريا عام 2005.

وحتى يتم إنشاء سوق مالية إسلامية بمقوماتها السابقة يتطلب الأمر ما يلي<sup>(3)</sup>:

- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن التشجيعات والعقوبات، حتى يمكن ضمان عدم الانحراف في المعاملات.

(1)- محمد بن عبد اللطيف المانع، محفزات قيام السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق الذكر.

(2)- حسين حسين شحاته، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 216، 1999، ص 11.

(3)- حسين حسين شحاته، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، مصر، 2001، ص 101.

- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

- عند إقامة السوق المالية الإسلامية يجب تحقيق متطلبات النجاح المتمثلة في استيفاء الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف هذه السوق، والمتمثلة في:

السوق: إدارة، إصدار، وتداول.

الهيئات الإشرافية: الهيئة الشرعية، هيئة الأوراق المالية.

الوسطاء الماليون: بنوك وشركات وساطة مالية إسلامية.

الأصول والأدوات والأوراق المالية المتداولة في السوق.

الجهات المصدرة والمتعاملة بهذه الأصول والأدوات والأوراق المالية.

**ثالثاً- مؤشرات قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية:**

تعتبر كفاءة السوق المالية الإسلامية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، وعند عدم تحقق الكفاءة في السوق سيؤدي ذلك إلى حدوث العكس، أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر هذه السوق، لتُصبح في النهاية عبئاً على الاقتصاد، وواحد من منافذ تسرب الأموال وعدم توظيفها بما يحقق النمو الاقتصادي.

**1- مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية:**

يختلف المفهوم الإسلامي لكفاءة السوق المالية عن المفهوم الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دوراً حاسماً في عملية تحريك الأموال، ذلك لأن المفهوم الإسلامي للكفاءة يأخذ بعين الاعتبار عدة مستويات يجب قياسها عن قياس الكفاءة، ويمكن ذكر هذه المستويات أو المؤشرات في الجدول الآتي:

الجدول رقم (03-06): مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية

نوعية المؤشر	هدف المؤشر
المصدقية الشرعية	يقيس حجم المخالفات الشرعية الموثقة في قطاعات السوق قياسا إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة، وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقياس رقمي يعبر عن هذه المخالفات.
الكفاءة التجارية	يقيس ربحية قطاعات السوق المالية الإسلامية.
الكفاءة الاقتصادية	يقيس أثر ما تم في السوق على الإنتاج والدخل القومي والتضخم، بحيث يتم الأخذ بالاعتبار قيم ومقاصد الاقتصاد الإسلامي، مثلا: فحص ما تم إصداره من صكوك إسلامية من حيث النوع، حجم المالكين، وهل اقتصر على كبار المستثمرين، أم توزعت الملكية على شرائح مختلفة، يحقق هذا الفحص العدالة في توزيع الثروة.
الكفاءة المهنية	يقيس مدى استجابة أطراف السوق للشروط المهنية والفنية التي تم استعراضها.

المصدر: من إعداد الطالبة.

**2- قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية:**

على ضوء هذه المؤشرات يمكن قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية، وهذا بالاستفادة من تصنيف الكفاءة في الفكر المالي التقليدي الذي يُقسمها إلى ثلاثة مستويات حسب نوع المعلومات المتاحة أو المفصح عنها في السوق إلى:

**2-1- المستوى الضعيف للكفاءة:** وهو المستوى الأدنى للكفاءة، حيث تُعرف السوق على أنها كفاءة إذا كانت الأسعار الحالية للسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات التي تحتويها الأسعار السابقة، وبالتالي لا يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية للأسهم، ولذلك من الممكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا عوائد غير عادية باستخدام الأسعار التاريخية للأسهم<sup>(1)</sup>.

**2-2- المستوى شبه قوي:** ويتضمن هذا المستوى من الكفاءة أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس جميع المعلومات المنشورة المتاحة في التقارير السنوية، أو المعلومات المنشورة الأخرى، كتلك المعلومات الخاصة بالأرباح السنوية وتوزيعاتها، وأسعار الصرف، الخ.

(1)- Baillie, R, Econometric tests of rationality and market efficiency, Econometric Reviews, 1989, p151-186.

وهذا يعني بأنه من الممكن لأي من المتعاملين تحقيق عوائد غير عادية تفوق الآخرين، نتيجة تحليله للمعلومات الموجودة في التقارير المنشورة، وذلك لأن الأسعار في السوق سوف تتعدل فوراً مع أي أخبار جيدة أو سيئة تتضمنها التقارير عندما تنشر.

**2-3- المستوى القوي:** وفقاً لهذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات العامة والخاصة، حيث يتضمن المستوى القوي للكفاءة أن المعلومات الخاصة (الداخلية) يصعب استخدامها لتحقيق عوائد غير عادية، ذلك لأن المعلومات تنعكس بصورة مستمرة من قبل السوق<sup>(1)</sup>.

يُشترط أن تكون كفاءة السوق المالية الإسلامية في المستوى القوي، وإن حدث وابتعد مستوى الكفاءة عن القوي وجب اتخاذ الإجراءات والتعديلات الكفيلة بالرفع من المستوى ليصل إلى المستوى القوي، لأن السوق في المستوى الضعيف والمتوسط يُسقط صفة الإسلامية أو الالتزام بالشرعية عنها<sup>(2)</sup>.

ولتتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها بكفاءة ينبغي أن تتمتع هي نفسها بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات، ففي السوق الكفاءة تعتبر الأسعار مؤشراً أو مقياساً دقيقاً للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، وعليه يمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار ستؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفء للموارد الاقتصادية، وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر<sup>(3)</sup>.

ولتحقيق التوزيع الكفء للموارد المالية المتاحة، وبالتالي تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب تحقيق الآتي:

1- الكفاءة الشرعية: يقصد بها قدرة السوق على الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية بحجم المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها.

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة مرتفعة، ودون أن تتاح فرصة تحقيق عوائد غير عادية للتجار وصناع السوق.

3- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون تحمل تكاليف مرتفعة، مما يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وتصبح الفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات، وبالتالي لا

(1)- Comelins, p, Anote on the infomational efficiency of emerging Stock Markets, Welt Wirtsha ftliches Archiv, 1994, p 820.

(2)- Fama, Eugene, Efficient capital market 2, Journal of Finances 46, N05 , 1991, p1575.

(3)- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص38.

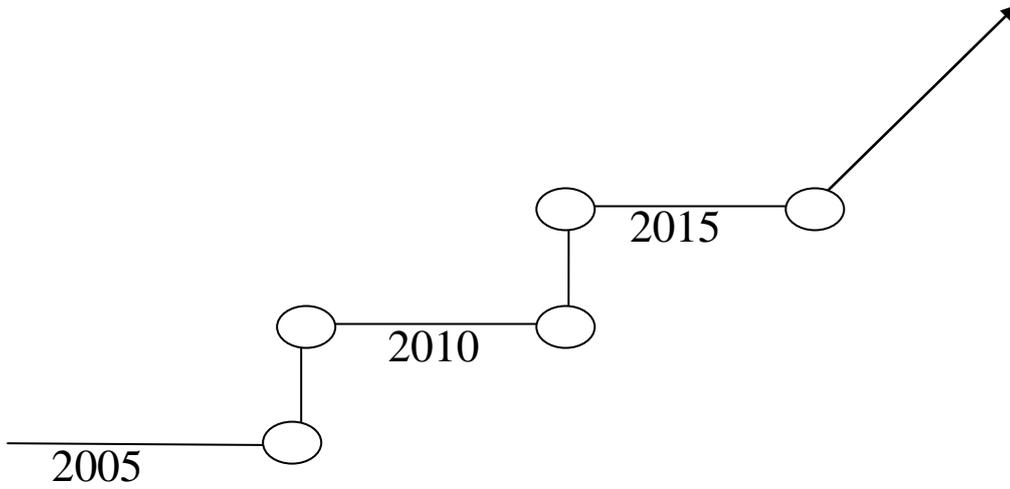
يمكن لكبار المستثمرين احتكار المعلومات والحصول على عوائد غير عادية، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

### المبحث الثالث: السوق الإسلامية للإصدار والتداول

تمر عملية الإصدار في السوق المالية الإسلامية بمجموعة من المراحل، أولها الهيكلة التي يتم فيها تكوين وعاء استثماري من الأصول المباحة، تليها تجزئة الأصول والتي يتم فيها تكييف وعاء الإصدار من حيث قيمته ومدته للتوافق مع احتياجات مختلف المتعاملين الراغبين في الاستثمار، وأخيرا ما بعد الإصدار التي تتمثل في وجود سوق ثانوية للإصدارات المطروحة.

### المطلب الأول: مصدرها الأوراق المالية الإسلامية والمتعاملون بها

إن نشاط إصدار الأوراق المالية سوف يزداد على مدى السنوات القادمة، ومن المتوقع في ظل ظروف التنمية الاقتصادية التي تمر بها معظم الدول، والتي تتمتع مع محاولات تفعيل العمل بمبادئ الشريعة الإسلامية، أن يزداد نشاط المشاريع، وبالتالي يزداد إصدار الأوراق المالية الإسلامية، حيث تسجل مؤسسة **Standard and Poor's** ارتفاع المبيعات العالمية من الصكوك الإسلامية كالآتي:



### أولاً- البنوك الإسلامية:

تواجه البنوك الإسلامية مشكلة سيولة في حال استثمار أموالها في استثمارات طويلة الأجل لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ويمكن تفادي هذا المشكل بتوفير أدوات مالية متطورة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي تحول هذه الاستثمارات إليها فيمكن تسيلها عند الحاجة، ويتم تداولها في سوق أوراق مالية إسلامية، لأن وجودها يساهم في تطوير مجمل العمل المصرفي الإسلامي.

### 1- نشأة البنك الإسلامي ومفهومه:

بدأت أول محاولة لتنفيذ فكرة البنوك الإسلامية، وتحويلها إلى واقع عملي مع بداية الستينات بمصر، وذلك عام 1963 متمثلة في بنوك الادخار المحلية التي أسست بناء على نبد التعامل بالفائدة وأعقبها محاولات مماثلة في باكستان، ثم ثانية في مصر بنك ناصر الاجتماعي سنة 1971<sup>(1)</sup>، وفي سنة 1973 نوقشت الجوانب النظرية والعلمية لإقامة بنوك إسلامية تقدم خدمات مصرفية متكاملة وذلك في اجتماع وزراء مالية الدول الإسلامية، وانتهى الاجتماع بضرورة تنفيذ وقبول هذه الفكرة<sup>(2)</sup>، ثم البنك الإسلامي للتنمية بالمملكة العربية السعودية عام 1974.

وفي سنة 1975 أنشئ ولأول مرة بنكان إسلاميان: الأول البنك الإسلامي للتنمية بجدة، وهو مؤسسة دولية للتمويل الإنمائي وتنمية التجارة الخارجية، وتوفير وسائل التدريب والقيام بالأبحاث اللازمة، وتشارك فيه جميع الدول الإسلامية لدعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول الأعضاء وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، والبنك الثاني بنك دبي الإسلامي الذي يعتبر البداية الفعلية للعمل المصرفي الإسلامي لتقديمه لكامل الخدمات المصرفية، وتبعه في سنة 1977 إنشاء بنك فيصل الإسلامي المصري، وبنك فيصل الإسلامي السوداني، وبيت التمويل الكويتي، وظهر أيضا الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية بمكة المكرمة، ثم البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار سنة 1978<sup>(3)</sup>.

توالى إنشاء هذه البنوك في الدول الإسلامية والغربية، حيث تشير الإحصائيات الصادرة من المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عام 2004 بأنه قد بلغ عدد المؤسسات المالية الإسلامية على مستوى العالم 284 مصرفا إسلاميا بحجم أعمال يزيد عن 261 مليار دولار<sup>(4)</sup>.

تعددت مفاهيم البنك الإسلامي، نذكر منها:

- البنك الإسلامي هو مؤسسة مصرفية تلتزم في جميع معاملاتها ونشاطاتها الاستثمارية وإدارتها لجميع أعمالها بالشريعة الإسلامية ومقاصدها وكذلك بأهداف المجتمع الإسلامي داخليا وخارجيا<sup>(5)</sup>.

<sup>(1)</sup> - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين-البورصات)، مرجع سابق الذكر، ص118.

<sup>(2)</sup> - عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص53.

<sup>(3)</sup> - حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص ص 210،211.

<sup>(4)</sup> - <http://www.islamifn.com/index.html> consulté le : 14/07/2013.

<sup>(5)</sup> - فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2004، ص20.

- يرى خبراء التنظيم في البنوك الإسلامية أن: "البنوك الإسلامية هي تلك المنظمة المالية المصرفية التي تختص بتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية بما يخدم مجتمع التكافل الإسلامي ووضع المال في المسار الإسلامي".

- ويرى الدكتور شوقي إسماعيل شحاته في كتابه البنوك الإسلامية أن البنك الإسلامي هو منشأة مالية تعمل في إطار إسلامي، وتستهدف تحقيق الربح بإدارة المال الحلال، وبأسلوب فعال في ظل إدارة اقتصادية سليمة.

- كما يرى الدكتور الخضير في كتابه البنوك الإسلامية أن البنك الإسلامي مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية، وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها.

## 2- صيغ استثمارات البنوك الإسلامية في المدى الطويل:

تمتلك البنوك الإسلامية صيغ استثمار في المدى الطويل تتمثل في المضاربة، المشاركة، الإجارة، الاستصناع، المرابحة، والسلم.

## 2-1- المضاربة:

تعد صيغة المضاربة من أساليب الاستثمار المهمة في النظام المالي الإسلامي، حيث تتميز هذه الصيغة بكفاءة وفعالية عالية<sup>(1)</sup>، فهي دخول البنك الإسلامي في صفقة محددة مع متعامل أو أكثر، بحيث يقدم البنك المال اللازم للصفقة، ويقدم المتعامل جهده ويصبح الطرفان شريكين في الأرباح والخسائر<sup>(2)</sup>، وحسب ما عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية: "أنها عقد بين رب المال والمضارب يقوم فيه رب المال بالمساهمة برأس مال في نشاط يديره المضارب (مقدم العمل)، ويتم توزيع الأرباح التي يحققها النشاط أو مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية وفق شروط عقد المضاربة، ويتحمل رب المال الخسائر وحده ما لم تكن تلك الخسارة بسبب سلوك المضارب أو إهماله أو إخلاله بالشروط المتعاقد عليها"<sup>(3)</sup>.

<sup>(1)</sup> - يونس الموسوي، المصارف الإسلامية (أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص45.

<sup>(2)</sup> - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية -مدخل حديث-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص156.

<sup>(3)</sup> - <http://www.ifsb.org> consulté le :11/12/2013.

- شروط المضاربة: تتعلق شروط المضاربة بالآتي:

الجدول رقم (03-07): شروط صيغة المضاربة

الشروط	عناصر صيغة المضاربة
<p>الأهلية ومحل الصيغة</p> <p>- يجب أن تتوافق رغبة صاحب المال مع صاحب العمل في إقامة مشروع استثماري بينهما، وينبغي أن يكون التوافق تصريحاً وتوثيقاً، وهذا بهدف المحافظة على مصالح الطرفين من أي تلاعب أو تقصير.</p> <p>- أن يكون الطرفين جائزي التصرف.</p> <p>- اتفاق الطرفين على الربح قبل البدء بالعمل، تفادياً لأي نزاع في نهاية العقد المبرم بينهم الذي يستمر لفترة زمنية محددة.</p>	<p>الشروط الخاصة برأس المال</p> <p>- يجب أن تكون بداية النشاط الاستثماري برأس مال نقدي، لتفادي عدم استقرار أسعار البضائع من جهة، وعدم القدرة على الوفاء بأصل البضائع عند انتهاء مدة عقد المضاربة من جهة أخرى، على اعتبار أن المضارب ملزم بإعادة رأس المال لصاحبه.</p> <p>- أن يكون رأس المال معلوماً، حتى لا يقع الخلاف على مقدار الربح الذي يجب أن يُقسم بين الطرفين حسب الاتفاق.</p> <p>- أن يكون رأس المال عينا لا ديناً.</p> <p>- حرية تصرف المضارب في رأس مال المضاربة.</p>
<p>الشروط الخاصة بالربح</p> <p>- أن يكون نصيب كل طرف معلوماً عند التعاقد.</p> <p>- أن يكون الربح مشتركاً بين المتعاقدين، بحيث لا يختص به أحدهما دون الآخر.</p> <p>- أن يكون توزيع الربح حصة شائعة لكل من المضارب ورب المال كنصفه أو ثلثه أو أي جزء شائع يتفقان عليه، أما الخسارة فيتحملها رب المال من رأس ماله، أما العامل فلا يتحمل شيئاً ما عدا ضياع وقته وجهده دون عائد، طالما أنه لم يقصر أو يُخالف الشروط.</p>	<p>الشروط الخاصة بالعمل</p> <p>- عدم تضيق رب المال على العامل في عمله.</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- أحمد علاش، محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2005-2006، ص126.

### - تقييم استخدام نظام المضاربة في البنوك الإسلامية:

نجح نظام المضاربة بأن يكون الأسلوب الرئيسي الذي اعتمده البنوك الإسلامية، حيث يكون البنك مضاربا والمستثمرون هم أرباب، وذلك على أساس قسمة الأرباح بنسبة متفق عليها، إلا أنه عندما يكون البنك هو رب المال والمضارب هم المتعاملون معه من أصحاب المشاريع وطالبي التمويل، لا يحظى بالنجاح المتوقع، حيث يلاحظ ضآلة حجم التمويل عن طريق استخدام المضاربة لدى البنوك الإسلامية ويُعرف بصعوبات ومشاكل في التطبيق العملي، بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بالتمويل عن طريق المضاربة، فهذه المخاطر جعلت البنوك الإسلامية تتردد كثيرا في استخدام مثل هذه الصيغة، ولقد بلغت نسبة التمويل عن طريق المضاربة ما يعادل 1% إلى 2% من مجموع أساليب البنوك الإسلامية<sup>(1)</sup>.

### 2-2- المشاركة:

- شروط المشاركة: يمكن تقسيم شروط المشاركة إلى ثلاثة أقسام كالآتي:

#### الجدول رقم (03-08): شروط صيغة المشاركة

الشروط	عناصر صيغة المشاركة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- أن يكون رأس المال معلوما، وقسط كل واحد من الشركاء معروفا، لأن الربح والوضعية تترتب على معرفة رأس المال والمساهمة فيه.</li> <li>- أن يكون رأس المال من النقود.</li> <li>- ألا يكون جزء من رأس المال ديناً لأحد الشركاء في ذمة شريك آخر.</li> <li>- لا يشترط التساوي في حصص الشركاء في رأس المال.</li> </ul>	الشروط الخاصة برأس المال
<ul style="list-style-type: none"> <li>- أن يكون الربح مشاعا، يوزع حسب مساهمة كل شريك.</li> <li>- أن تكون وضعية الخسارة بقدر حصة كل شريك.</li> </ul>	الشروط الخاصة بتوزيع الأرباح
<ul style="list-style-type: none"> <li>- أن يتقيد كل شريك بشروط العقد، بما تُبيحه الشريعة الإسلامية.</li> <li>- أن يكون العمل بحسب المساهمة كالربح.</li> </ul>	الشروط الخاصة بالعمل

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

<sup>(1)</sup> - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية -مدخل حديث-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص160.

- بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 61.

- أبو بكر الجزائري، منهاج المسلم، دار الكتاب، مصر، بدون سنة نشر، ص 359.

- مصطفى كمال السيد طليل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 268.

### - تقييم استخدام البنوك الإسلامية لصيغة المشاركة:

استخدمت البنوك الإسلامية صيغة المشاركة، ولكنها سرعان ما وجدت أنها غير قادرة على استعمالها بفعالية للأسباب الآتية:

- لم يحقق نظام المشاركة الأرباح المتوقعة.

- الصعوبات التي تواجهها البنوك في الإشراف على المشاريع التي مولتها بصيغة المشاركة ومتابعة تنفيذها.

- مشاكل المشاركين، وهي الأكثر خطورة غالباً لعدم توفر الكفاءة المهنية المفروضة لديهم، وتحليلهم على البنوك من خلال امتناعهم من الإعلان عن الأوضاع الفعلية للمشاريع، أو الإعلان عنها بشكل غير صحيح، أو التصريح بخسائر وهمية، وتحميل البنك الخسارة من جهة أخرى.

- عدم رغبة أصحاب المشاريع الناجحة في الدخول في المشاركات مع البنوك نظراً لنجاح مشاريعهم وعزوفهم عن دخول الغير معهم فيها، وكذلك توجههم إلى البنوك التقليدية التي تبقى علاقتهم بها في حدود الدائن والمديونية.

- ارتفاع تكاليف التشغيل، والإدارة خاصة إذا احتاج تنفيذ المشروع درجة عالية من الخبرة الفنية أو المؤهلات العلمية في المشاريع ذات الطبيعة الخاصة (التي تقوم أعمالها على اختصاصات متنوعة، وتحتاج عملية المراقبة لتسيير أعمالها، وضبط مصاريفها إلى متابعة مستمرة من أجهزة متخصصة).

## 2-3- الإجارة:

الإجارة هي الحصول على أصل من الأصول للانتفاع به، واستخدامه وحيازته لفترة زمنية معينة، ويكون محوره الأساسي بصورة أو بأخرى هو إيجار أو استئجار الأصل، واستئجار الأصول هو عقد يسمح من خلاله مالك الأصل للمستأجر باستخدام ذلك الأصل لفترات زمنية معينة للحصول على منفعة معينة من المنافع مقابل ما يحصل عليه المالك (المؤجر) من تدفقات (أقساط الإيجار) من المستأجر، أو هو اتفاق متعاقد بين طرفين يخول لأحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة<sup>(1)</sup>.

(1) - بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثمار في البنوك الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 66.

- شروط صيغة الإجارة:

يمكن توضيح أركان صيغة الإجارة وشروط كل ركن في الجدول الآتي:

الجدول رقم (03-09): أركان وشروط صيغة الإجارة

الشروط	أركان الإجارة	
يشترط في كلا الطرفين الأهلية، وهي صلاحية الشخص للإلزام وأن يكون رشيداً، وأن يتم العقد من مالك أو وكيل، وأن يتم العقد باختيار المتعاقدين.	المؤجر	العاقد
	المستأجر	
يجب أن يصدر من البائع لإنشاء العقد.	الإيجاب	الصيغة
	القبول	
يجب أن يصدر من المشتري لإتمام إنشاء العقد.	المنفعة	المعقود
	الأجرة	
أن تكون مباحة شرعاً، وأن تكون معلومة عند التعاقد، وأن تكون مقدورة التسليم.		
يشترط في الأجرة ما يشترط في الثمن، ويجب الإعلام بالأجرة.		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص326.

- تقييم استخدام صيغة التأجير في البنوك الإسلامية:

تستخدم البنوك الإسلامية هذه الصيغة للمساعدة على اقتناء معدات حديثة، قد لا يتمكن من اقتنائها العميل، فهذه الطريقة تناسب في أغلب الأحيان أصحاب الورش والحرف الإنتاجية، كما يساعد أسلوب التأجير في حصول المشاريع على معدات وآلات حديثة، ومن ثم أخذها بالأساليب التكنولوجية المتطورة، مما يؤدي في النهاية إلى تحسين نوعية الإنتاج ورفع الإنتاجية، فالإيجار وسيلة استثمارية مرنة ومناسبة<sup>(1)</sup>.

2-4- الاستصناع:

عقد الاستصناع هو عقد بين الصانع والمستصنع على أصل موصوف في الذمة، مقابل ثمن يُدفع مقدماً أو مؤجلاً على دفعة واحدة أو على دفعات، حسب ما يتفقان عليه، وبموجبه يُصنع الصانع الأصل أو يحصل عليه من السوق عند حلول موعد تسليمه<sup>(2)</sup>.

(1) - مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، مرجع سابق الذكر، ص283.

(2) - صادق راشد الشمري، أساسيات في المصارف الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص261.

- شروط صحة صيغة الاستصناع: باعتبار أن الاستصناع عقد، فلا بد من توفر مقومات أساسية لقيامه، يمكن ذكرها كالتالي:

الجدول رقم (03-10): شروط صحة عقد الاستصناع

الشروط	أركان صيغة الاستصناع	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- وضوح المعنى في صيغة العقد.</li> <li>- توافق الإيجاب والقبول بين الطرفين.</li> <li>- جزم الإرادتين بلا تردد ولا تسويق.</li> </ul>	الصيغة	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الأهلية الكاملة للمعاملة والتصرف.</li> <li>- أن يكون للعاقد سلطة تمكنه من تنفيذ العقد.</li> </ul>	العاقدان	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- يجب أن يكون معلوماً، ويجوز أن يكون معجلاً كله أو مؤجلاً كله أو قسطاً.</li> </ul>	الثلث	المعقود عليه
<ul style="list-style-type: none"> <li>- أن يكون الشيء المستصنع قد جرى العرف على التعامل في مثله استصناعاً.</li> <li>- تحديد مواصفات الشيء المطلوب صناعته تحديداً وافياً، ومقداره.</li> </ul>	المثلث (الأصل)	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

محمد سليمان الأشقر، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص 231.

- تقييم استخدام الاستصناع في البنوك الإسلامية:

لقد فتحت صيغة الاستصناع مجالات واسعة أمام البنوك الإسلامية لتمويل الحاجات العامة والمصانع الكبرى للمجتمع والنهوض بالاقتصاديات الإسلامية، وعلى هذا الأساس فإن توظيف البنوك الإسلامية للاستصناع بكفاءة ومهارة في عملياتها الاستثمارية سيقود إلى استخدام المال في وظيفته الطبيعية بتوجيهه لعملية النمو الاقتصادي.

## 2-5- المربحة:

تقوم صيغة المربحة في البنوك الإسلامية على أحد الأشكال الشرعية للبيوع في الفقه الإسلامي وهو بيع المربحة، وبالتالي فالمربحة هي تلك البيوع التي يزيد فيها سعر البيع عن سعر الشراء الأصلي للمبيع ويكون الهدف منها هو تحقيق هامش ربح<sup>(1)</sup>.

- **شروط صيغة المربحة:** لصحة عقد بيع المربحة، يشترط الفقهاء مايلي<sup>(2)</sup>:

- أن يكون الثمن الأصلي الأول الذي اشترى به البائع معلوما للمشتري الثاني، يشمل هذا الثمن ما يحمله البائع من نفقات.

- أن يكون الربح معلوما للمشتري الثاني، لأنه جزء من الثمن الذي تم الاتفاق عليه سواء اتخذ شكل نسبة مئوية من سعر الشراء.

- أن يكون البيع للسلعة عرضا مقابل نقود، فمثلا لا يجب أن يكون الثمن في العقد مقابل جنسه، أن لا يتم بيع النقود مربحة ولا يجوز بيع السلعة بمثلها.

- أن يكون العقد الأول صحيحا.

- **تقييم استخدام المربحة في البنوك الإسلامية:**

تعتمد معظم البنوك الإسلامية إلى تكثيف استخداماتها للأموال على شكل بيع المربحة، فهي أكثر أساليب التمويل شيوعا بين البنوك الإسلامية، ويقدر ما بين 70% و 80% من إجمالي التمويل الذي تقدمه البنوك الإسلامية، ولقد استطاعت البنوك الإسلامية منافسة عملية الإقراض لدى البنوك التقليدية عن طريق المربحة، وذلك للأسباب الآتية:

- سهولة تطبيق عملية المربحة للأمر بالشراء، بعكس بقية أنواع التمويل الإسلامي مثل المشاركة والمضاربة، حيث تحتاج إلى عمليات أكثر تعقيدا.

- سهولة مراقبة تنفيذ العمليات من قبل أجهزة البنك من حيث الرقابة الداخلية أو الشرعية.

(1) - بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 81.

(2) - محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1990، ص 121، 122.

2-6- السلم:

عقد السلم بيع له خصوصية يتميز بها عن سائر أنواع البيوع، بأن يدفع فيه مقدما ومن هنا سمي السلم أيضا سلفا ويتأخر فيه قبض المشتري لما اشترط إلى أجل يحدد في العقد، ولا يصح إلا في أموال مخصوصة، وهو تلك الصيغة التي تقوم على تعجيل الثمن وتأجيل الحصول على الأصل بما يوفر التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال على أساس شرعي بدلا من الاقتراض بالفائدة، فهو عقد على موصوف في الذمة بمال يعطى عاجلا أو هو بيع مال بمال يقبض فيه الثمن عاجلا ويُسلم فيه الأصل آجلا<sup>(1)</sup>.

- شروط صحة بيع السلم:

الجدول رقم (03-11): شروط بيع السلم

أركان بيع السلم	الشروط
رأس مال التسليم (الثمن)	- بيان جنس الثمن ونوعه وصفته. - الإعلام عن مقدار رأس المال. - أن يُقبض الثمن في المجلس حتى لا يصبح من باب بيع الدين بالدين المحرم.
المسلم فيه	- أن يكون ديننا موصوفا في الذمة. - أن يكون معلوما. - أن يكون مؤجلا.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامي: البيوع، القرض، الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص40.
- أبو بكر الجزائري، منهاج المسلم، دار الكتاب السلفية، مصر، بدون سنة نشر، ص354.
- بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص90.

<sup>(1)</sup> - محمد محمود العلجوني، البنوك الإسلامية، أحكامها، مبادئها، تطوراتها المستقبلية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008، ص257.

### 3- دور البنوك الإسلامية في تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على أسس داعمة لتنمية أسواق رأس المال من خلال استثماراتها المبنية على أساس المشاركة في الربح والخسارة، وكذا تحليل السياسة النقدية غير المرتكزة على الفائدة، كما تتفق الصناعة المالية الإسلامية مع غيرها بضرورة الإشراف والرقابة على المؤسسات وعمليات أسواق رأس المال باستبعاد عمليات الاستثمار المخلة باستقرار الأسواق المالية.

إن الدعم الذي يمكن أن تقدمه البنوك الإسلامية لأسواق رأس المال يتمثل أساساً في الحجم الكمي لما يمكن أن تضخه أو تستوعبه البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من أموال بواسطة مختلف أنشطتها الاستثمارية والتمويلية، حيث نجحت البنوك الإسلامية في ابتكار أدوات مالية تقوم على أسس شرعية تحقق إضافة في محتوى وأشكال الأوعية الادخارية والقنوات الاستثمارية التي تستخدمها.

3-1- زيادة الطلب والعرض في الأسواق المالية: لقد نجحت البنوك الإسلامية في تجميع مبالغ كبيرة، فهي تملك قاعدة ودائع تزيد عن 200 مليار دولار في حين تنمو سنوياً بنسبة تقدر بـ 20% إلى 25%، وتملك أيضاً محفظة استثمارات مالية تفوق 400 مليار دولار، بالإضافة إلى قاعدة رأسمالية يبلغ مقدارها حوالي 14 مليار دولار، كما يُتوقع أن تكون البنوك الإسلامية مسؤولة عن إدارة ما بين 40% إلى 50% من إجمالي مدخرات العالم الإسلامي مستقبلاً وهذا بسبب زيادة الطلب على خدمات البنوك الإسلامية الذي أدى بالعديد من البنوك التقليدية هذا من جهة، ومن جهة أخرى أثبتت الدراسات أن المؤسسات المالية الإسلامية أكثر قدرة على تجميع الأرصدة النقدية القابلة للاستثمار، وأكثر قدرة على توزيع الموارد النقدية المتاحة، وتوجيهها لأفضل الاستخدامات لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية كما أنها تساهم بشكل مباشر في عدالة توزيع الدخل القومي، كل هذه التقديرات ستساهم بشكل كبير في زيادة عرض الأوراق المالية داخل الأسواق المالية المحلية والعالمية، أما في جانب الطلب فإن محافظ البنوك الإسلامية تضم عدداً مهماً من أسهم كبرى الشركات العالمية، هذا بالإضافة لإنشاء صناديق خاصة بالأسهم الدولية وأسهم الأسواق الناشئة.

3-2- دعم التوجهات الحكومية نحو التخصيص: من بين الأنشطة التي يمكن أن تساهم من خلالها البنوك الإسلامية والتي لها علاقة مباشرة بأسواق رأس المال هو مساندة عدد من الدول الإسلامية التي تريد التوجه نحو عمليات التخصيص، أي تحول مؤسسات القطاع العام إلى شركات ذات أسهم من خلال دورها الاستشاري وإعدادها لدراسة الجدوى الخاصة بالمؤسسات المعنية.

**4- التحديات التي تواجه دور البنوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الدولية:**  
بالرغم من زيادة استثمارات البنوك الإسلامية في مجال الأسواق المالية، إلا أن هذه النسبة من الاستثمارات لازالت موجهة للأسواق المحلية، بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الإسلامي في أسواق المال العالمية، وهذا راجع للأسباب الآتية:

- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة الخاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.  
- وجود اختلافات في لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر، وربما كان من بنك لآخر في نفس البلد.  
- عدم إصدار صكوك عالمية، وذلك بسبب معوقات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط بالبنوك الإسلامية.

- قلت المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعا.

- اختلاف الأنظمة الضريبية، وقوانين ولوائح الاستثمار من بلد لآخر، بالإضافة إلى انخفاض نسبة الشفافية التي تؤثر سلبا على تعاملات البنوك الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.

- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط، والشرق الأقصى خاصة ماليزيا، مما أعاق وصولها إلى دول المشرق العربي، وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المجامع الفقهية وجماهير أهل العلم في هذا العصر، مثلا: القول بجواز بيع العينة، حيث تُستخدم وبكثرة في النظام البنكي الإسلامي الماليزي عبر الكثير من الأدوات المصرفية، مثل تمويل التجارة، والقول بجواز المعاملات التي تتضمن شراء وبيع عقود الديون في الأسواق الثانوية.

**ثانيا- صناديق الاستثمار الإسلامية:**

صناديق الاستثمار هي محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتُكون حجما من الأموال، يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع، والذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه، وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم.

**1- نشأة صناديق الاستثمار:**

يعود ظهور صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر، فقد عرفت صناديق الأسهم والسندات في بريطانيا منذ سنة 1860، وفي الولايات المتحدة الأمريكية بلغ عدد هذه الصناديق أكثر من 40 صندوقا سنة 1921، تتضمن عدة بلايين من الدولارات، نمت نموًا عظيمًا حتى بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية 180 بليون دولار سنة 1980، ثم تخطى حجمها 106

- تريليون دولار سنة 1992، وقد وضعت مؤسسة النقد العربي بنود وقواعد لتنظيم الاستثمار في صناديق الاستثمار تصدر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وتمثل هذه التعليمات في الآتي<sup>(1)</sup>:
- يُسمح للصندوق باستثمار ما لا يزيد عن 10% من صافي أصوله في صندوق استثمار آخر، بشرط أن لا تتجاوز تلك الاستثمارات 15% من صافي أصول الصندوق المراد الاستثمار فيه.
  - لا يحق للصندوق امتلاك أو الاستثمار في أكثر من 1% من رأسمال أية شركة مساهمة محلية يتم تداول أسهمها في السوق المحلية.
  - يجب أن لا تتجاوز مخاطر الاستثمار نسبة 15% من صافي أصول الصندوق.
  - يجب أن لا تزيد استثمارات أي صندوق في أي إصدار للأوراق المالية عن 1% من صافي الأصول.

## 2- الصناديق الإسلامية:

الصناديق الإسلامية حديثة النشأة، يقصد بها التزام مدير الصندوق بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي بناء عليها يشترك المستثمر في الصندوق، وتمثل الصناديق أحد أهم الوسائل للدخول في سوق الخدمات الإسلامية، ويمكن إدارة هذه الصناديق على أساس المضاربة أو الوكالة، ففي حالة المضاربة يحصل مدير الصندوق على أي نسبة مئوية متفق عليها مسبقاً من الربح المتحقق، في حين يحصل المدير في حالة ترتيب الوكالة على رسم متفق عليه، يمكن أن يكون مبلغاً محددًا أو نسبية مئوية من قيمة أصول الصندوق الصافية<sup>(2)</sup>.

## 2-1- الصناديق الإسلامية بالأسهم:

ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الدخل، حيث يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء مجموعة من أسهم الشركات، حيث يتم اختيارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد، فالصندوق الذي يحقق تفضيلات مستثمرين يرغبون في تقليل المخاطرة يستثمر في أسهم شركات ذات رصمة كبيرة، ومن ثم يقلل المخاطرة على المستثمرين في الصندوق في الأجل الطويل، وإن كان العائد على استثمارهم سيكون أقل مقارنة بصناديق تركز على الشركات الصغيرة الناشئة التي هي في طور النمو، والتي سيترتب على نجاحها زيادات كبيرة في أسعار أسهمها، ومن ثم أرباح عالية للمستثمرين في الصندوق، إلا أنها مرتفعة المخاطرة، الأمر الذي قد يعرض مساهمتهم إلى الخسارة الكلية.

(1)- <http://www.islamifn.com/basic/funds.htm> consulté le: 24/12/2013.

(2)- محمد أيوب، عمر سعيد الأيوبي، النظام المالي في الإسلام، مرجع سابق الذكر، ص335.

ويجب أن يقوم عمل الصندوق على المبادئ الآتية:

- اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح.
- أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- أن يتقيد بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود<sup>(\*)</sup>.
- أن لا يمارس مدير الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

تنقسم صناديق الاستثمار بالأسهم إلى أربع فئات على أساس حجم مخاطر المستثمرين، وإستراتيجية الاستثمار التي تتبعها شركات إدارة الأصول:

أ/ صناديق الدخل المنتظم: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق الربح من خلال الأرباح الموزعة للشركات المستثمر فيها، وتقدم تدفقا منتظما من الدخل عن طريق الأرباح الموزعة على المستثمرين الذين يتعدون عن المخاطر.

ب/ صناديق الربح الرأسمالي: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق الربح عبر المكسب الرأسمالي للبيع والشراء المتكرر للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويمكن أن تقدم هذه الصناديق عائدا أفضل للمستثمرين الذين يتقبلون المخاطر عن طريق الإدارة الملائمة وتنويع المخاطر.

ج/ الصناديق المقدامة: تستثمر هذه الصناديق في الأوراق المالية عالية المخاطر لتحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين فيها، وهي لا تسمح لكل المستثمرين بالمشاركة، بل تقتصر على المستثمرين الذين يقبلون المخاطر المرتفعة، لأن احتمالات الخسارة كبيرة.

د/ الصناديق المتوازنة: تستثمر هذه الصناديق في أوراق مالية عالية الجودة، متدنية المخاطر، وتقدم للمستثمرين تدفقا منتظما من الدخل استنادا إلى الأرباح الموزعة والربح الرأسمالي، وتعتمد هذه الصناديق نهج "رأس المال المبادر"

## 2-2- صناديق السلع:

تقتصر صناديق السلع على السلع المباحة، وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، فيُستثنى من السلع الذهب والفضة، ولهذا الصندوق خصوصية، وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وأن يمتلك المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، وقد أجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، وليس تمويل العمليات المحلية، ويمكن أن تعمل

<sup>(\*)</sup> - لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم، ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود.

صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجعة أو السلم، وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.

### 2-3- صناديق التأجير:

يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة، وتولد الدخل من الإيرادات التجارية.

### 2-4- صندوق المأمون:

يستجيب صندوق المأمون لرغبات كثير من المستثمرين الذين يرغبون في الجمع بين الأرباح المرتفعة والمخاطر المتدنية.

### 2-5- صناديق المراجعة:

تقوم هذه الصناديق على التمويل بالأجل بطريقة المراجعة، وبخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة معينة مقابل النقد، ثم يبيعها إلى طرف ثالث بالأجل، ويكون الأجل قصير في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر، وتمثل أصول هذه الصناديق في ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع، ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين، ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة، بحيث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون.

### 2-6- صناديق السلم:

يمكن توليد الربح من بيع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة، تُسلم إلى الصندوق بعد مدة معينة، ويدخل الصندوق في عقد سلم مواز، أي أنه يبيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة أي لمدة أكبر من المدة الأولى، ويتحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسواق.

### ثالثاً- هيئات أخرى:

لإزالة النقص الذي تعاني منه البنوك الإسلامية كنتيجة للنقص في توحيد الشروط والأدوات، وعدم توفر موجودات نوعية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، يمكن تداولها في الأسواق الثانوية، يجب إقامة المؤسسات الآتية<sup>(1)</sup>:

(1) - محمد عمر شابر، حبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1427هـ، ص93.

### 1- مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

سيعمل على تطوير أساليب رقابية وإشرافية موحدة ومعايير حكيمة للمؤسسات المالية الإسلامية بنفس الطريقة التي تتبعها لجنة بازل للرقابة المصرفية، وتوفر المعايير الموحدة سيجعل المهمة سهلة بالنسبة للجهات الإشرافية ومفتشي الرقابة المصرفية في البلدان الإسلامية، لأنه سيكون لدى هؤلاء معايير جاهزة متاحة ومبادئ أساسية للرقابة وللإشراف تتماشى مع الشريعة الإسلامية، كما سيعمل المجلس على تطوير أساليب جيدة في إدارة المخاطر.

### 2- السوق المالية الإسلامية الدولية:

ستدعم التعاون في مجال التمويل بين الدول الإسلامية والمؤسسات المالية من خلال تطوير منتجات جديدة وانسجام الأساليب التجارية، وهذا الإجراء سيكون بمثابة العامل المساعد على تنمية وتطوير أكبر عدد من الأدوات المالية المنسجمة مع الشريعة الإسلامية.

### 3- مركز إدارة السيولة:

سيساعد مركز إدارة السيولة في استقطاب وتصكيك الموجودات، وفي المتاجرة النشطة في الصكوك من خلال عرض أسعار الشراء والبيع لهذه الصكوك، بالإضافة إلى أن مركز إدارة السيولة سيُوجد فرص استثمار قصيرة الأجل تتماشى مع الشريعة الإسلامية من خلال توفير أدوات تمويل تقوم على الموجودات وتتمتع بالسيولة والتداول، والتي ستستخدم فيها المؤسسات المالية الإسلامية فوائض سيولتها.

### المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

حتى تصبح الورقة المالية إسلامية يمكن التعامل بها، يجب أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط<sup>(1)</sup>:

- الالتزام بشروط المشاركة في الربح والخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا حتى تصبح الورقة المصدرة إسلامية في مجال التطبيق، ومن أجل تفادي الحرج الواقع في بعض الأوراق المالية المصدرة مع أنها إسلامية.
- أن لا يُعاد تسريب الموارد المعبأة عن طريق الأوراق المالية التي أُصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية (مؤسسات تعمل وفق الشريعة الإسلامية) إلى شركات تتعامل بنظام الفائدة في أنشطتها.
- استثمار الموارد التمويلية للأوراق المالية في مشاريع لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي، فلا يصح استثمار الموارد المعبأة عن طريق الأوراق المالية الإسلامية في مشاريع لدى دول أجنبية غير إسلامية بحجة أن الاستثمار أكثر أماناً ورجحية.

(1)- عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، صص 226-228.

- ضمان الإصدارات (التغطية)، وهو مرتبط بتعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى من الطرح العام.  
- يتحدد سعر الورقة المالية في سوق رأس المال تبعاً للعائد المحقق أو المتوقع، ودرجة المخاطرة والفترة المتبقية على استحقاق رصيد الورقة، وسيختلف العائد المحقق والمتوقع من تلك الأوراق، فقد يتراوح بين العائد الثابت خلال المدى القصير أو المتوسط كنتيجة لطبيعة الأصل المستثمر فيه، وبين العائد المرتفع المرتبط بالمخاطر المرتفعة<sup>(1)</sup>.

#### أولاً- الأسهم وفق الشروط المشروعة:

إن إصلاح سوق الأسهم هو بدوره ضروري في ضوء التعاليم الإسلامية للتأكد من أن أسعار الأسهم تعكس الأوضاع الحقيقية لمنشآت الأعمال، وأن لا تتقلب عشوائياً نتيجة قوى المضاربة، والانضباط الذي يساعد الشريعة الإسلامية على إدخاله في السوق المالية سيكون من المؤكد عاملاً مساعداً كبيراً<sup>(2)</sup>، وإضافة إلى ذلك فإن القوانين والإجراءات تحتاج إلى صياغة وتطبيق لحماية المستثمرين، وللمحافظة على توازن سوق الأسهم.

سيساعد سوق الأسهم حسن التنظيم وصحيح الإشراف في توفير سوق ثانوية نزيهة ضرورية لرفع ثقة المودعين والمستثمرين في النظام المالي، وسيجعلهم يقبلون على شراء وبيع الأسهم استجابة لظروفهم، أو لما يتصوره هؤلاء من تطورات مستقبلية في سوق الأسهم، وسيشكل هذا الإصلاح أحد أهم المحاور لدعم الاتجاه نحو الاقتصاد الذي يستند إلى الأسهم، والخالي من المعاملات الربوية.

#### 1- ضوابط إصدار الأسهم:

يحكم إصدار الأسهم مجموعة من الضوابط الشرعية، أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

<sup>(1)</sup> - البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، وقائع الندوة رقم 34 للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2011، ص ص 186، 187.

<sup>(2)</sup> - Chapra, M.Ume, Alternative Visions of International Monetary Reform, in Iqbal and Iew Ellyn, 2000,p110

**1-1- إصدار الأسهم بدون رسوم الإصدار:** يمكن ذكر ضوابط هذا النوع من الإصدار كالآتي:

**الجدول رقم (03-12): الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم**

الضابط الأول	إصدار الأسهم من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حلالاً، كالشركات الخدمية والصناعية والتجارية المباحة ونحوها، أما إذا كان موضوع نشاطها غير مشروع، فإنه لا يجوز إنشاؤها، وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها الشركة.
الضابط الثاني	أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس بسلامة تعاملها ونزاهتها.
الضابط الثالث	أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل.
الضابط الرابع	يتطلب إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة أن يكون بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حكم إصدار.
الضابط الخامس	تعد شهادة الأسهم أو ما يقوم مقامها وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك أو لأمره أو لحاملها.

**المصدر:** من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات -، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15 - 17 ماي 2006، ص 33.
- عبد الرحمان بن عبد العزيز نفيسة، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة -، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 149.

**1-2- إصدار الأسهم على رسوم الإصدار:**

يُفهم من إصدار الأسهم على رسوم الإصدار أمرين:

- أن تصدر الأسهم مضافاً إلى قيمتها مبلغاً يغطي تكاليف الإصدار، أي أنها مقابل عمل معلوم، وهو إجراءات الإصدار، ولكن يجب أن تقدر هذه الرسوم تقديراً لا إجحاف فيه على المشتركين لأنها إذا كانت أكثر من التكاليف الحقيقية للإصدار صارت أكلاً لأموال المساهمين بالباطل<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> - أحمد بن محمد خليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 1426هـ، ص 249.

- كما يُفهم منها أيضا أن الإصدار كان لزيادة رأس مال الشركة كآلآتي: في بعض الأحيان تعمل الشركة لسبب ما على زيادة رأسمالها، فيمكن أن تكون للشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، وربما للاحتفاظ بأسرار الشركة بعيدا عن المنافسين أو لأي سبب آخر، ولتلك الأسباب تقوم بترغيب المساهمين وذلك بإعطائهم أسهما اسمية، ولكن المساهم يدفع قيمة إصدار أقل من القيمة الاسمية.

أما المفهوم الثاني يحمل في طياته العديد من المخالفات الشرعية:

- عند التصفية سيأخذ حملة الأسهم على رسوم الإصدار نسبة من القيمة الاسمية، وليس من قيمة الإصدار، وهذا هو الربا المحرم شرعا.

- إذا تساوى حملة الأسهم على رسوم الإصدار مع حملة الأسهم الاسمية في الأرباح، فإن ذلك يعتبر أكلا لأموال الناس بالباطل، لأن التساوي في الربح مع عدم التفاضل في العمل أو في رأس المال لا يجوز في الشركات.

#### ثانيا- الصكوك الإسلامية البديلة للسندات:

تعددت عبارات الباحثين في النظام المالي الإسلامي من حيث تحديد مفهوم الصكوك فعرفها البعض بأنها: شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، فهي تتميز بالخصائص الآتية<sup>(1)</sup>:

- كونها وثائق اسمية أو لحاملها، تصدر بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكةا فيما تمثله من حقوق في الموجودات والمنافع الصادرة مقابلها.

- تصدر بعقد شرعي وضوابط شرعية بين أطرافها ويحدد العقد شروط تداولها وإدارتها.

- يشترك حائز الصكوك في الأرباح بنسبة متفق عليها ومحددة في نشرة الإصدار، ويتحمل الخسائر بقدر قيمة الصك فقط، وله الحق في ناتج التصفية.

- تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية، ويقع إصدارها بناء على أساس أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية.

- تعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية في الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية، وعلى شرعية العقود المستخدمة معها.

<sup>(1)</sup> - معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، أبحاث المؤتمر التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 05.

- لا تمثل الصكوك ديناً لحاملها على مصدرها، كما هو الحال في السندات، بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائداً من الاستثمار، وتظهر الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في أحد الصور الآتية:

### 1- صكوك المقارضة (المضاربة):

يمكن أن تكون صكوك المقارضة فعالة في تعزيز المشاركة العامة في الأنشطة الاستثمارية في أي اقتصاد.

**1-1- مفهوم صكوك المقارضة:** صكوك المقارضة هي شهادات تمثل مشاريع أو أنشطة تدار وفق مبدأ المضاربة بتعيين أي من الشركاء أو أي شخص آخر مضارباً لإدارة العمل<sup>(1)</sup>.

صكوك المقارضة هي الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على المتعاملين، المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً على السداد التام<sup>(2)</sup>، ويحصل حملة صكوك المقارضة على جزء من الربح مقابل تمويلهم المشروع، والمضارب وهو مدير العمليات يحصل على جزء شائع من الربح يكون متفقاً عليه بين الشركاء، أما الخسارة فيتحملها الشركاء دون مدير العمليات كل حسب حصته من رأس المال، ويمكن تداول هذه الصكوك بقيمة سوقية معبرة عن التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.

### 1-2- أنواع صكوك المقارضة: هناك نوعين من هذه الصكوك:

أ/ صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل: مدتها من 10 سنوات إلى 20 سنة، ولا تكون مخصصة لمشروع معين<sup>(3)</sup>.

ب/ صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل: لها نفس الشروط من حيث المدة، لكن يتم الاتفاق فيها على نوعية المشروع الممول<sup>(4)</sup>.

(1) - محمد أيوب، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، النظام المالي في الإسلام، الأكاديمية العالمية، بيروت، 2009، ص 627.

(2) - محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن، 1998، ص 230.

(3) - حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 482.

(4) - عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 351.

### 1-3- خصائص صكوك المقارضة:

نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة سنة 1988 على مجموعة من الخصائص التي يجب أن تتوفر في صكوك المقارضة كالاتي:

- يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله.
- يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحدها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عن الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عن موافقة الجهة المصدرة، ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المقارضة من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تنفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.
- أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط الآتية:

أ/ إذا كان مال المقترض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال لا يزال نقودا فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب/ إذا أصبح مال المقترض ديونا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

ج/ إذا صار مال المقترض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه.

- أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار.

- يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، وبناء على ذلك فإنه:

أ/ لا يجوز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

ب/ أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إما بالتنقيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التنقيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد.

ج/ أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلنا وتحت تصرف حملة الصكوك.

- ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

- ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لتعويض الخسارة في مشروع معين، على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة.

ولقد طبقت هذه الصكوك في المؤسسات المالية الإسلامية مثل: البنك الإسلامي الأردني، الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي بالإمارات، كما قامت وزارة الأوقاف الأردنية بإصدار صكوك المقارضة بموجب القانون رقم: 10 لسنة 1981، وذلك لمساعدة الوقف على تحقيق الأهداف المرجوة من النظام الإسلامي<sup>(1)</sup>.

وتوجد حاليا نماذج متعددة لشهادات المقارضة كشهادات ودائع الاستثمار التي يصدرها بيت التمويل الكويتي، والبنوك السودانية، الخ<sup>(2)</sup>.

(1) - مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 77، ديسمبر 1987، ص33.

(2) - عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، مرجع سابق الذكر، ص351.

**1-4- مقارنة وضعية التمويل بسندات ذات فوائد ثابتة وسندات مضاربة شرعية:**

الجدول رقم (03-13): التمويل بسندات ذات فوائد ثابتة وسندات مضاربة شرعية

نسبة الأرباح 50%

المضارب	وضعية رب المال	وضعية المقرض	المقترض (قرض بفائدة 10%)	المقترض مستوى الأرباح
خسارة الجهد فقط	5 % خسارة	10% فائدة	دفع 10% فائدة 5 % خسارة	عند مستوى 5 % خسارة
خسارة الجهد فقط	لا ربح ولا خسارة	10% فائدة ثابتة	دفع 10% فائدة أي خسارة 10%	عند مستوى 0 أرباح
5 % ربح	5 % ربح	10% فائدة	دفع 10% فائدة أخذ 10 % ربح	عند مستوى 10 % ربح
15 % ربح	15 % ربح	10% فائدة	دفع 10 % فائدة أخذ 30 %	عند مستوى 30 % ربح

**المصدر:** غسان قلعاوي، المصارف الإسلامية ضرورة عصرية "لماذا؟ وكيف؟"، الجزء الثاني من موسوعة تقويم أداء البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المكتبي، سوريا، 1998، ص 175.

**2- صكوك الاستثمار الإسلامي:**

صكوك الاستثمار الإسلامي هي صكوك تحول لحاملها الحصول على حق الإشارك في الأرباح والخسائر، في حدود ما قدموه من أموال، ويستحق حاملوها عائدا دوريا تحت حساب الأرباح، لكنهم لا يشتركون في إدارة الشركة، فهم ليسوا دائنين للشركة كما في السندات<sup>(1)</sup>.

وتقوم هذه الصكوك على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الصكوك هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> - أشرف محمد دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية - النظرية والتطبيق -، دار السلام، القاهرة، 2004، ص 177.

<sup>(2)</sup> - أحمد علي عبد الله، الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق العالمية، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص 138.

### 3- صكوك المشاركة:

المشاركة طريقة يمكن أن تفيد كأساس للتسديد بسهولة، وخاصة في حالة المشاريع الكبرى التي تتطلب مبالغ مالية ضخمة، يعطي كل مكتب شهادة مشاركة تمثل ملكيته النسبية في أصول المشروع، وهي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر لجمع الأموال المستخدمة كأساس للمشاركة، ويمكن تداولها بالقيمة السوقية المعبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع<sup>(1)</sup>، وتختلف صكوك المشاركة عن صكوك المقارضة في حق صاحبها في المشاركة في الإدارة، ويمكن إصدار صكوك المشاركة على عدة صور منها:

**3-1- صكوك المشاركة الدائمة:** وهي صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.

**3-2- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة:** ولها عدة صور منها صكوك المشاركة المستردة بالتدرج، صكوك المشاركة المستردة خلال زمن محدود، صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك. استعملت باكستان هذا النوع من الصكوك، بعد أن قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي عام<sup>(2)</sup> 1981، وقد حدد في السودان عدد من أصول وزارة المالية وبنك السودان وبنك الخرطوم وبنك النيلين وغيرها من الكيانات العامة لأغراض التسديد على أساس المشاركة، وأصدرت أدوات تعرف باسم شهادات مشاركة البنك المركزي، وشهادات المشاركة الحكومية منذ سنة 1998 للمستثمرين، وتستخدم مكان سندات الخزينة وغيرها من الأوراق المالية القائمة على الفائدة في عمليات السوق المفتوحة والإدارة النقدية التي يمارسها البنك المركزي، وتباع شهادات مشاركة البنك المركزي (أو تشتري) في مزادات البنك المركزي، ويمكن الاتجار بها في السوق الثانوية بين البنوك.

### 4- صكوك الإيجار:

يمكن استخدام مفهوم الإجارة لجمع الأموال لتطوير مشاريع البنية التحتية الطويلة الأجل، ويكون ذلك من خلال تسديد الأصول وطرح عدد كبير من المؤسسات المستثمرة والمستثمرين الأفراد، ويمكن أيضا إنشاء أداة أسواق ثانوية على أساس الإجارة.

<sup>(1)</sup> - عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطوير عملياتها)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 107.

<sup>(2)</sup> - حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 484.

**4-1- مفهوم صكوك الإجارة:** صك الإجارة يمثل ملكية جزء شائع من الأصل الحقيقي المؤجر، ويقدم لحامله عائد ثابت من نصيبه في أقساط الإجارة، حيث تطرح بقصد استكمال جمع رأس المال اللازم لشراء الأصل الحقيقي وتأجييره وتأجيره تشغيلياً<sup>(\*)</sup> للشركات الصناعية مقابل الأجر، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك أو تقوم بتقديمها كصكوك تأجير منتهية بالتمليك، يحصل حامل الصك على عائد من أقساط الإجارة إضافة لرد جزء من قيمة الأصل الحقيقي مقابل التنازل عن تملكها للعميل<sup>(1)</sup>.

**4-2- شروط التصكيك بموجب الإجارة:** يجب مراعاة بعض الجوانب في هذا النوع من التصكيك، نذكر منها:

- ضرورة معرفة أطراف عقد الإجارة للأصل الذي سيؤجر، والأجرة عند التعاقد بوضوح، وإذا كان معلومين يمكن التعاقد على أصل يشيد، مادام موصوفاً تماماً في العقد، على أن يكون المؤجر قادراً على الحصول على الأصل المراد تأجييره أو إنشاؤه أو شراؤه في الوقت المحدد للتسليم للمستأجر.
- ضرورة تصميم صكوك الإجارة لكي تمثل الملكية الحقيقية للأصول المؤجرة، وليس الحق في تسلم الأجرة فقط، لأن شهادة الإجارة تمثل ملكية حاملها النسبية في الأصل المؤجر، فلحاملها حقوق المالك / المؤجر والتزاماته بقدر نسبة ملكيته، ويتمتع حامل الشهادة بحق الحصول على جزء من الأجرة وفقاً لنسبة ملكيته من الأصل، وفي حالة الإلتلاف التام للأصول، يعاني من خسارة ما يملك في الأصل.
- يتحمل المالك التكاليف المتعلقة بالخصائص الأساسية للأصل، في حين يتحمل المستأجر تكاليف الصيانة المتعلقة بتشغيله لذا فإن العائد المتوقع من الصكوك قد لا يكون ثابتاً ومثبتاً التحديد.
- يمكن الاتفاق بين الأطراف على أن تتكون الأجرة من قسمين أحدهما يدفع إلى المؤجر، والآخر كدفعة على الحساب يحتفظ بها المستأجر لأي تكاليف تتعلق بملكية الأصل.
- يتم تداول صكوك الإجارة والاتجار بها بحرية في السوق كأداة يسهل تحويلها إلى نقود، لكن يجب أن يكون ذلك بعد نقل الملكية إلى حملة الصكوك، وهذا يعني أن الصكوك تمثل أصولاً حقيقية وليست رأسمالاً نقدياً، وأن حملة الصكوك أصبحوا مالكيين للأصول، ويجوز أن يسترد المصدر قبل الاستحقاق شهادات الملكية المؤجرة بسعر السوق أو بالسعر المتفق عليه بين حامل الصك والمصدر.

<sup>(\*)</sup> التأجير التشغيلي: هو قيام البنوك الإسلامية باقتناء موجودات وأصول مختلفة تستجيب لاحتياجات المستخدمين، وتتولى البنوك إجارة هذه الأصول لأنها جهة ترغب في تشغيلها واستيفاء منافعها خلال مدة يتم الاتفاق عليها، ولا يتحمل المستأجر أية تكاليف سواء المتعلقة بالصيانة أو التأمينات، الخ، وإنما البنك هو من يتحملها بانتهاء المدة المحددة، وتعود الأصول إلى حياة البنك.

<sup>(1)</sup> - عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطوير عملياتها)، مرجع سابق الذكر، ص 106.

- فيما يتعلق بإجراء إصدار صكوك الإجارة تنشأ شركة ذات هدف خاص لشراء الأصل، وتعمل كمدير وتصدر الصكوك إلى المستثمرين، ما يمكنها من الدفع لشراء الأصل، وبعد ذلك يؤول الأصل إلى الحكومة أو إلى أي شركة لاستخدامه، ويدفع المستأجر الأجرة دورياً إلى الشركة ذات الهدف الخاص، التي توزع بدورها العائد على حملة الصكوك.

#### 4-3- خصائص صكوك الإجارة: تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص:

- تتمتع صكوك الإجارة بالمرونة، حيث يمكن أن لا يكون دفع أجرة الإجارة مرتبطاً بمدة انتفاع المستأجر، أي يمكن أن تدفع قبل بدء مدة الإجارة، خلال المدة أو بعدها وذلك بتراضي الطرفين، وبالتالي يمكن استخدام هذه المرونة لتطوير أشكال مختلفة من الصكوك التي تلائم مختلف غايات المصدرين والمستثمرين، ومن ثم حل مشاكل إدارة السيولة وتمويل احتياجات المشاريع في البلدان النامية.

- إذا رغب مؤجر، بعد تنفيذ عقد الإجارة في استعادة تكلفة شراء الأصل المؤجر كاملة أو جزئياً للحصول على السيولة أو بغية الربح، يمكنه بيع الأصل المؤجر كاملاً أو جزئياً لطرف واحد أو عدة أطراف، ويمكن إثبات شراء قسم من الأصل بإصدار شهادات تسمى شهادات أو صكوك إجارة، ويجب أن تمثل الشهادات ملكية الأصول مع كل ما يتصل بها من حقوق وواجبات.

- يجب النص على الأجرة في الإجارة بعبارات واضحة في فترة الإيجار الأولى، ويمكن أن تكون ثابتة في الفترات المتعددة التالية، أو أن ترتفع وتنخفض بربطها بأساس مرجعي أو بأي متغير معروف مثل معدل التضخم أو أي مؤشر أسعار يعلن عنه بشكل دوري، أو بنسبة مئوية متفق عليها.

#### 4-4- صور صكوك الإجارة: ولها صورتان:

أ/ صكوك الملكية في الأصول المؤجرة: هي شهادات ذات قيم متساوية يصدرها مالك الأصل المؤجر أو أصل سيؤجر (بناء على وعد)، أو وكيله المالي، بهدف استعادة قيمة الأصل عبر الاكتتاب، ويكون المكتتب هو مشتري الأصل، ويصبح حملة الشهادات مالكين مشتركين مع إيراد وتكلفة.

ب/ صكوك ملكية الانتفاع من الأصول: وهذه الصكوك أنواع مختلفة، منها:

- صكوك ملكية الانتفاع من أصول قائمة: لها أصول متساوية القيمة، يصدرها مالك حق الانتفاع من أصل قائم أو وسيط مالي يعمل لحساب المالك نفسه، وتكون الأموال المعبأة من الاكتتاب ثمن حقوق الانتفاع، ويصبح حملة الشهادات مالكين لحق الانتفاع إلى جانب الإيرادات والتكاليف، ويجوز الاتجار بشهادات ملكية حقوق الانتفاع بالأصول الملموسة قبل عقد تأجير الأصول من الباطن، وفي هذه الحالة تصبح هذه الشهادات تمثل ذمم الأجرة المدينة، مما يجعلها شهادات دين، لذا فهي تخضع لقواعد الديون

ومتطلباتها، ويجوز أن يسترد المصدر صكوك ملكية الانتفاع من الأصول الملموسة من حملة الصكوك بعد تخصيص الصكوك ودفع مبالغ الاكتتاب، إما بسعر السوق وإما كما اتفق عليه عند الشراء.

- صكوك ملكية حقوق الانتفاع من الأصول التي ستوفر في المستقبل وفقاً للوصف: وهي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر من أجل استئجار الأصول التي سيوفرها المؤجر في المستقبل، في حين تسترد الأجرة من دخل الاكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكيين لحق الانتفاع من الأصول المستقبلية، ويكون المكتتبون مشترين حقوق الانتفاع ولهم إيراداتها ونفقاتها، ويمكن الاتجار بمثل هذه الصكوك بعد تحديد الأصول، ولا يجوز التعاقد من الباطن لتأجير حقوق الانتفاع من أصل سيكون متاحاً لاحقاً أو الاتجار بها قبل تحديد الأصل، وفي هذه الحالة يجب أن يكون الاتجار منسجماً مع قواعد صرف العملة، كما أن قواعد الاتجار بحقوق الانتفاع في حالة التأجير من الباطن تكون مماثلة لسابقتها.

- صكوك ملكية خدمات مورد محدد: هي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر من أجل توفير خدمات عبر مورد معين أو بيعها والحصول على القيمة على شكل دخل اكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكيين للخدمات.

- صكوك ملكية خدمات ستوفر في المستقبل وفقاً للوصف: هي مستندات ذات قيمة متساوية تصدر من أجل توفير الخدمات أو بيعها عبر مورد غير قائم من خلال وصف المعقود عليه، والحصول على القيمة على شكل دخل اكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكيين للخدمات.

### 5- صكوك السلم:

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع مقارنة بغيرها من الصكوك في توفير الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة.

**5-1- مفهوم صكوك السلم:** هي شهادات ذات قيمة متساوية، تصدر لجمع رأس المال الذي يُدفع مقدماً على شكل ثمن للأصل الذي يُسلم لاحقاً، حيث يصدر بائع أصول السلم الشهادات في حين يمثل المكتتبون مالكو الأصل عند تسليمه<sup>(1)</sup>.

### 5-2- إصدار وتداول صكوك السلم: تنشأ صكوك السلم بإحدى الطريقتين الآتيتين:

- أن تُصدر الصكوك بنية استخدام حصيلتها في شراء الأصل سلماً.

- أن يكون مصدر الصكوك هو البائع في السلم (المسلم إليه).

(1) - محمد أيوب، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، النظام المالي في الإسلام، مرجع سابق الذكر، ص 636.

يقتصر استخدام صكوك السلم على السوق الأولية (أي عند الإصدار فقط)، أما تداولها في السوق الثانوية فقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (07/01/64) في دورته السابعة على عدم جواز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها<sup>(1)</sup>.

## 6- صكوك الإستصناع:

**6-1- مفهوم صكوك الإستصناع:** هي مستندات ذات قيمة متساوية تُصدر بهدف جمع الأموال المطلوبة لإنتاج أصل معين، يكون الصانع مصدر الصكوك، في حين يكون المكتتبون أو حملة الصكوك مشتري الأصل المراد إنتاجه، وكان سبب ظهور هذه الصكوك هو توثيق السعر المؤجل، لأن في صيغة الإستصناع تُنقل الملكية الكاملة للأصل المصنع فور تسليمه إلى المشتري مقابل سعر البيع المؤجل الذي يشمل عادة تكاليف الصنع، بالإضافة إلى الأرباح التي يمكن أن تضم تكلفة ربط الأموال طيلة مدة إعادة الدفع<sup>(2)</sup>.

**6-2- إنشاء صكوك الإستصناع:** تستخدم إمكانيات عقد الإستصناع لإنشاء صكوك وفقاً للضوابط التالية:

- المصدر لصكوك الإستصناع هو الصانع (البائع)، والمكتتبون فيها هم المشترون للأصل المراد صنعه، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك الأصل المصنوع، ويستحقون ثمن بيعه.
- تتحدد آجال صكوك الإستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع الأصل المبيع استصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.
- يستحق حملة الصكوك ثمن الأصل المصنوع، ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع الأصل و ثمن الإستصناع<sup>(3)</sup>.
- يُشترط لتداول أو استرداد صكوك الإستصناع تحول النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الإستصناع، وحتى يستلم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع على أساس أن هذه الصكوك تمثل موجودات مملوكة لحملة الصكوك أثناء فترة تصنيع الأصل، أما بعد تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع مقابل ثمن مؤجل أو يُدفع على أقساط، فإن تداول هذه الصكوك يخضع لضوابط التصرف في الديون<sup>(4)</sup>.

(1) - مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة، العدد الثامن، الجزء الثاني، ص 497.

(2) - محمد أيوب، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، النظام المالي في الإسلام، مرجع سابق الذكر، ص 637.

(3) - فؤاد محيسن، التأصيل الشرعي لعقدي الإستصناع والمقاولات وتطبيقات الإستصناع والمقاولات في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 150.

(4) - هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 2003، ص 320.

قابلية تداول الصكوك الإسلامية في السوق الثانوية:

تأخذ عملية إصدار الصكوك بعين الاعتبار خاصيتين مهمتين هما: الاستثمار، وقابلية التداول، لذلك يجب أن تُمثل الصكوك أصولاً ملموسة أو حق انتفاع بهذه الأصول، تبعاً لنوعية الأصول ومخاطرها وربحياتها، ويمكن تلخيص موقف الشريعة الإسلامية من تداول الصكوك الإسلامية في السوق الثانوية في الجدول الآتي:

الجدول رقم (03-14): قابلية تداول الصكوك في السوق الثانوية

شروط التداول	نوعية الصكوك
يتم تداولها بسعر السوق بعد بدء النشاط الذي جمعت الأموال من أجله.	صكوك المضاربة / المشاركة
يتم تداولها بسعر السوق.	صكوك الإجارة القائمة على الأصول المملوكة القائمة
يتم تداولها بسعر السوق أو بسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ الاسترداد.	صكوك إجارة أصول قائمة مؤجرة
لا يتم تداولها بسعر السوق، إلا بعد التأكد من الأصل واستجاره.	صكوك إجارة أصول قائمة بموجب عقد تأجير رئيسي
يتم تداولها قبل تأجير مثل هذه الخدمات من الباطن.	صكوك الإجارة القائمة على أصول ملموسة آجلة
لا يتم تداولها بسعر السوق، إلا بعد التأكد من مصدر الخدمات.	الصكوك القائمة على خدمات آجلة موصوفة
لا يتم تداولها، إلا بالقيمة الاسمية.	صكوك السلم
يتم تداولها إذا تم تحويل الأموال إلى أصول، وقبل البيع للأمر بالشراء.	صكوك الإستصناع
يتم تداولها قبل بيع البضاعة إلى المشتري النهائي، أو إذا كانت الذمم المدينة (إذا كان هناك مخزون) أقل من 50%، وبعد بيع البضاعة دون وجود مخزون يزيد عن 50% ولا يتم تداولها إلا بالقيمة الاسمية مع حق الرجوع.	- الصكوك الصادرة على أساس المضاربة لبيع المراجحة - صكوك المراجحة

Source: A AOIFI, 2004-5a, Standard on Investment certificates (NO.17), clause 5/2.

يمكن ذكر إصدارات الصكوك البارزة في مختلف أنحاء العالم في الجدول الآتي:

الجدول رقم (03-15): إصدارات الصكوك في العالم

اسم الصكوك	النوع	المبلغ	المدة
صكوك الإجارة الماليزية العالمية	سيادية	500 مليون دولار	7 سنوات
صكوك إجارة قطر العالمية	سيادية	700 مليون دولار	7 سنوات
صكوك إجارة تبريد العالمية	شركة	100 مليون دولار	5 سنوات
صكوك انتفاع مكة	شركة	390 مليون دولار	24 سنة
صكوك إجارة ساكسوني - أمهلت، ألمانيا	سيادية	100 مليون يورو	5 سنوات
صكوك إجارة الطيران المدني - دبي	شركة	750 مليون دولار	5 سنوات
صكوك صندوق الاستثمار التضامني للبنك الإسلامي للتنمية	شركة	400 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	100 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	70 مليون دولار	3 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	80 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	50 مليون دولار	3 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	100 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	250 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	200 مليون دولار	5 سنوات
هيئة النقد البحرينية	سيادية	106 مليون دولار	10 سنوات
بنك الاستثمار الإسلامي الأول بالبحرين	شركة	75 مليون دولار	3 سنوات
الإجارة الماليزية العالمية	سيادية	600 مليون دولار	5 سنوات
صكوك إجارة باكستان	سيادية	600 مليون دولار	5 سنوات

Source: <http://www.LMCbahrain.com> consulté le: 21/12/2013.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا للآتي:

- ✓ السوق المالية الإسلامية عبارة عن الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات التي لديها فوائض مالية إلى الجهات التي تعاني من عجز مالي، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص وتحكمها لوائح وقوانين، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بأدوات مالية إسلامية، تساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.
- ✓ تمثل السوق المالية الإسلامية جزء رئيسيا من منظومة الاقتصاد الإسلامي لما يحققه من وظائف اقتصادية مهمة في مقدمتها جذب المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع التنموية والمنتجة، فهي تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفرة في الدول بما يحققه من التوازن والتكامل للدول الإسلامية، بالإضافة إلى دعم الصناعة المصرفية الإسلامية وتطويرها.
- ✓ يتطلب إنشاء سوق مالية إسلامية تحقق مجموعة من الشروط الأساسية في جميع أطراف هذه السوق (إدارة السوق، الهيئات الإشرافية، الوسطاء، الجهات المصدرة، الأدوات المالية، الخ)، بما يحقق المصداقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية.
- ✓ يتطلب امتثال السوق المالية الإسلامية للشروط الشرعية تحقق الشروط الفنية والمهنية.
- ✓ لا يقتصر اتصاف السوق المالية الإسلامية بالكفاءة على كونها تحقق أسعارا عادلة بتكاليف أقل، بل يجب أن تتصف هذه السوق بكفاءة شرعية إلى جانب كل من الكفاءة التشغيلية والتسعيرية، وهذا لضمان مصداقيتها ومشروعية أموال المستثمرين فيها، وتحقيق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق الشروط المهنية والفنية والشرعية، وأي إخلال بأحد أو بعض هذه الشروط سيكون له بالغ الأثر على مستوى كفاءة السوق المالية الإسلامية، لأن كون هذه الأخيرة إسلامية لا يسمح لها بالابتعاد عن المستوى القوي.

# الفصل الرابع

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

## الفصل الرابع: التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

تعتبر ماليزيا من صانعي التطور الصناعي في قارة آسيا، وتعتبر كذلك من التجارب الناجحة في العمل المصرفي الإسلامي، فقد نجحت في تنشيط العمل المالي الإسلامي، بل وأبدعت فيه، ويتضح ذلك من خلال ريادتها في المجالات المالية الإسلامية، كالريادة في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، والدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي، فالنظام المصرفي الإسلامي قام في ماليزيا بناء على مبادرة من الدولة، بالإضافة إلى أن الدولة من خلال البنك المركزي قامت بوضع النظام الجديد الخاص بقيام المؤسسات المصرفية التقليدية بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية، هذا ما أثر إيجاباً على العمل المالي الإسلامي في ماليزيا، وفي العالم الإسلامي، مما كان له الأثر في تطوير الأسواق والمؤسسات المالية و خروجها إلى خارج ماليزيا، فكانت اتفاقية إنشاء سوق مالية إسلامية عالمية في البحرين بالاتفاق مع ماليزيا في عام 2002.

شهدت مملكة البحرين تطوراً قويا في الصناعة المالية الإسلامية، بفضل التشريعات المنظمة للعمل المالي والمصرفي الإسلامي ولأسواق رأس المال الإسلامي، بالإضافة إلى الكم الهائل من الاتفاقيات التي أبرمتها حكومة البحرين فيما يتعلق بإنشاء الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، كما يتجلى التطور في العمل المصرفي والمالي الإسلامي في البحرين في صناعة الصكوك التي أصبحت تُدر بلايين الدولارات في السوق المالية.

### المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تسعى سوق رأس المال الإسلامية الماليزية لتقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدية بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلى وجود التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية، لتصبح بذلك تلك السوق مكتملا للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: مقومات الاقتصاد الماليزي

شهدت ماليزيا طفرة اقتصادية، وتطورا سريعا بني على عوامل سياسية واقتصادية.

#### أولاً- التعريف بدولة ماليزيا:

ماليزيا دولة إسلامية تقع في الجزء الجنوبي الشرقي من قارة آسيا، تبلغ مساحتها 329758 كلم<sup>2</sup> (1)، ويتألف اتحاد ماليزيا من (2):

**1- ماليزيا الغربية:** وتتألف من دولة "الملايو"، التي تشتمل على 11 ولاية اتحادية، من بينها العاصمة "كوالالمبور".

**2- ماليزيا الشرقية:** وتضم ولايتي "صباح"، و"سراوك".

**3- مجموعة من الجزر الصغيرة التي تقع بالقرب من شبه جزيرة "الملايو"، ومن جزيرة "بورنيو"، وتبلغ مساحة هذه الجزر حوالي 3300 كلم<sup>2</sup>.**

(1) - ماجد حمود، كمال حمود، الأطلس الجغرافي للعالم الإسلامي، دار الرضوان، حلب، 2006، ص 81.

(2) - جودة حسنين جودة، جغرافية أوراسيا الإقليمية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 531، 532.

### ثانيا- مؤشرات التنمية في ماليزيا:

تعد التجربة الماليزية في التنمية من التجارب التي تمتاز بخصوصيتها التي ركزت على المبدأ الإسلامي، وأهميتها بالنسبة لدول العالم الثالث، والتي يمكن السير على خطاها للنهوض من التخلف والتبعية الاقتصادية، فقد استطاعت الاندماج في اقتصاديات العولمة من جهة والاحتفاظ بنهج الاقتصاد الوطني من جهة أخرى.

#### 1- العوامل السياسية والاقتصادية التي ساعدت على نجاح التجربة التنموية في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

تتمثل أهم العوامل السياسية والاقتصادية المساعدة على التنمية في الآتي:

- المناخ السياسي لدولة ماليزيا يمثل حالة خاصة مع الدول المجاورة، بل بين كثير من الدول النامية، إذ يتميز بتهيئة الظروف الملائمة للإسراع بالتنمية الاقتصادية، وذلك أن ماليزيا لم تتعرض لاستيلاء على السلطة.
- يتم اتخاذ القرارات دائما من خلال المفاوضات المستمرة بين الأحزاب السياسية القائمة على أسس عرقية ما جعل سياسة ماليزيا تُوصف بأنها ديمقراطية توافقية في جميع الأحوال.
- رفض الحكومة الماليزية تخفيض النفقات المخصصة لمشاريع البنية الأساسية، والتي هي سبيل الاقتصاد إلى نمو مستقر في السنوات المقبلة، لذا قد ارتفع ترتيب ماليزيا لتصبح ضمن الدول الاقتصادية الخمسة الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي.
- اهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي.

<sup>(1)</sup> - عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، العدد 451، 2009، ص ص 01، 02.

## 2- العوامل الاقتصادية:

تتمثل أهم العوامل الاقتصادية المساعدة على التنمية فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- رفض الحكومة الماليزية تخفيض النفقات المخصصة لمشاريع البنية الأساسية، والتي هي سبيل للاقتصاد إلى نمو مستقر في السنوات المقبلة، لذا قد ارتفع ترتيب ماليزيا لتصبح ضمن دول الاقتصاد الخمسة الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي.

- انتهجت ماليزيا استراتيجية تعتمد على الذات بدرجة كبيرة من خلال الاعتماد على سكان البلاد الأصليين الذين يمثلون الأغلبية المسلمة للسكان.

-اهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي، من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية للسكان الأصليين، سواء كانوا من أهل البلاد الأصليين أو من المهاجرين إليها من المسلمين الذين ترحب السلطات بتوطينهم.

- اعتماد ماليزيا بدرجة كبيرة على الموارد الداخلية في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، حيث ارتفع الادخار المحلي الإجمالي بنسبة 40% بين سنة 1970 وسنة 1993 كما زاد الاستثمار المحلي الإجمالي بنسبة 50% خلال نفس الفترة.

بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت على نجاح التجربة التنموية في ماليزيا منها<sup>(2)</sup>:

- تعاملت ماليزيا مع الاستثمار الأجنبي المباشر بحذر حتى منتصف الثمانينات، ثم سمحت له بالدخول، ولكن ضمن شروط تصب بشكل أساسي في صالح الاقتصاد الوطني منها:

-ألا تنافس السلع التي ينتجها المستثمر الأجنبي الصناعات الوطنية التي تشبع حاجات السوق المحلية.

(1)- عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مرجع سابق الذكر، ص 06.

(2)- عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مرجع سابق الذكر، ص 14.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

- أن تصدر الشركة 50% على الأقل من جملة ما تنتجه.
- الشركات الأجنبية التي يصل رأس مالها المدفوع نحو 2 مليون دولار يسمح لها باستخدام خمسة أجناب فقط لشغل بعض الوظائف في الشركة.
- امتلاك ماليزيا لرؤية مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط خماسية متتابعة ومتكاملة منذ الاستقلال.
- وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاطات الصناعية (الصناعات الاستهلاكية، الوسيطة، الرأسمالية)، وقد كان هذا الأمر كمحصلة سياسات التنمية بماليزيا، فيمكن اعتباره سببا ونتيجة في نفس الوقت.

### 2- ملامح نجاح التجربة الماليزية:

تمكنت ماليزيا من تحقيق تطور في العديد من المجالات، هذا ما أهلها للانضمام وبجدارة إلى فريق النمر الآسيوية، الذي نجح في تحقيق ما سمي بالمعجزة الآسيوية.

**2-1- ملامح الاقتصاد المعرفي:** بفضل السياسة التي دعمتها آليات تطوير القدرات والمهارات البشرية من خلال تطوير آليات التعليم وتأسيس معاهد بحوث علمية ومؤسسات تدريب مهنية ارتفع إجمالي الناتج القومي ليصل إلى 84.6 مليار دولار في العام 2007، بزيادة قدرها 6.004% عن العام 2006، وارتفعت قيمة الصادرات الصناعية بنسبة 10.5% عن العام 2006، لتصل إلى 188.76 مليار دولار في العام 2007، كما بلغ معدل ارتفاع الناتج الفردي 3.3%<sup>(1)</sup>.

ولقد اعتمدت الحكومة الماليزية سياسة تصنيع واسعة في البلاد وفتحتها أمام الاستثمارات الخارجية المباشرة، وتحولت بفعل ذلك إلى اقتصاد موجه بالسوق ومبرمج الإنتاج، يتفاعل بين القوة العاملة الماهرة فنيا، والبنية

<sup>(1)</sup> - عبد الحسن الحسيني، التنمية البشرية وبناء مجتمع المعرفة: قراءة في تجارب الدول العربية وإسرائيل والصين وماليزيا، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2008، ص 360-363.

التحتية العالية التطور، هذا ما جعل ماليزيا دولة مزودة بمؤسسات علمية متقدمة، حيث احتلت المرتبة السادسة في آسيا على مستوى المنافسة الصناعية، والمرتبة الواحد والعشرون على المستوى العالمي.

## 2-2- خطة التنمية في ماليزيا:

اتبعت ماليزيا في تنميتها الاقتصادية مجموعة من الخطط الإنمائية مكنتها من تحقيق معدلات نمو عالية، وأهم هذه السياسات ما يلي<sup>(1)</sup>:

أ/ السياسة الاقتصادية الجديدة 1971 - 1990: تتميز هذه السياسة بأنها جاءت لمحو آثار 1969، وهي في مجملها دعوة لطبي الصفحة القديمة المتعلقة بالصراعات العرقية، وقد أخذت هذه السياسة على عاتقها هيكلة المجتمع الماليزي، وجعلت من أولوياتها إعادة توزيع الثروة ومحاربة الفقر والامية وتوحيد المجتمع وتخفيف النمو الاقتصادي السريع، وقد كانت أهم نتائج هذه السياسة الإنمائية هو توفير الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي، أيضا قامت هذه السياسة على التقليل من الفقر وتخفيفه من مستوى 49% سنة 1970 إلى 16% سنة 1990.

ب/ سياسة التنمية القومية 1990 - 2000:

لقد اهتمت هذه السياسة الإنمائية المتزامنة مع التطور التكنولوجي في العالم بالاهتمام بالموارد البشرية وتنميتها، إلى جانب تكثيف أساليب التعليم المتطور وإدخال البرامج العالمية في مجالات العمل والتدريب، واعتمدت هذه السياسة الإنمائية أيضا على الاحتمالات التي يعرضها القطاع الخاص والاستفادة منه في تمويل البنية التحتية، والعمل على تعزيز مشاركة الملايو في عملية التنمية الاقتصادية، وقد أدرجت الخطة الماليزية السادسة (1991 - 1995) ضمن سياسة التنمية الوطنية، وركزت على تضيق الفجوة بين الادخار والاستثمار، تحقيق نمو اقتصادي مناسب ومستقر، وذلك بتعزيز دور القطاع الخاص، واستهدفت هذه الخطة ما يلي:

(1) - ناصر يوسف، ملامح التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية، أوراق بحثية، العدد الخامس، بدون بلد نشر، 2008، ص

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

- زيادة فعالية الاستثمار وتكثيف الجهود لتحسين الهياكل الاجتماعية، خصوصا تنمية الموارد البشرية، وتنشيط البحث والتطوير.

- تحسين التنافسية الاقتصادية والإسراع في عملية التنمية الصناعية.

- تحريك الادخار في اتجاه القطاعات الانتاجية.

ج/ الرؤية المستقبلية 2020:

تقوم هذه الرؤية على استشراف المستقبل، بحيث يتم تصميم مجتمع متقدم تقنيا بإمكانه أن يرتقي بماليزيا إلى مصاف الدول المتقدمة سنة 2020، وتحقيق أهداف هذه الرؤية مرهون بنمو اقتصادي يصل إلى 7% حتى غاية 2020، وقد تزامنت هذه الرؤية مع الدعوة إلى العمل على إنجاز مشروع Multimedia super covidor والذي يسعى إلى تحويل مدينة cyberjaya الصناعية إلى بؤرة تكنولوجية تتجمع حولها شركات العالم العملاقة، حيث يسهر على إنجاز هذه الرؤية كل من القطاع العام والقطاع الخاص، وتهدف هذه الرؤية إلى إنجاز ما يلي:

- بناء دولة ماليزية متحدة وقوية.

- مجتمع ماليزي متقدم.

- مجتمع ناضج ديمقراطي.

- تنمية مستقرة.

- اقتصاد منافس، ديناميكي، قوي ومرن.

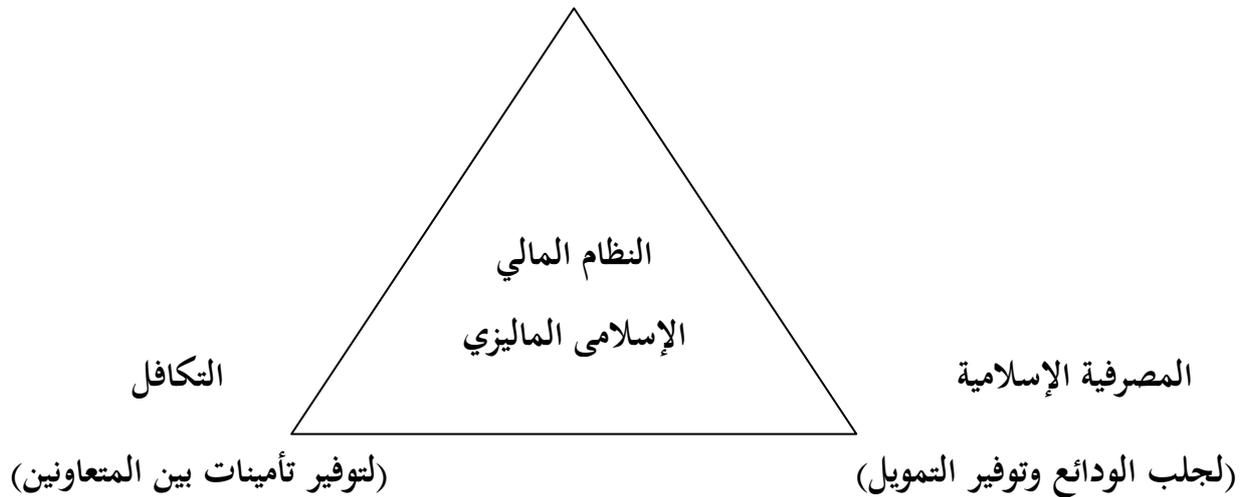
ثالثاً- النظام المالي الإسلامي الماليزي:

تمتع ماليزيا بنظام مالي إسلامي شامل يغطي كل القطاعات المالية مدعم بالبنية التحتية للعنصر البشري.

الشكل رقم (04-01): مكونات النظام المالي الإسلامي الماليزي

سوق الأوراق المالية الإسلامية

(لتوفير موارد مالية طويلة المدى في الاستثمار والسيولة)



المصدر: من إعداد الطالبة

تركز كل من البنوك الإسلامية وشركات التكافل والأطراف في سوق الأوراق المالية الإسلامية باستمرار على جميع المنتجات، وذلك لتقديم منتجات جاذبة للمستثمر تفي بمختلف متطلبات العملاء، حيث تقوم شركات التكافل بدعم سوق الأوراق المالية الإسلامية بواسطة مشاركتها النشطة في اكتتاب الأدوات المالية الإسلامية التي تفي بالاحتياجات المالية ذات المدى المتوسط والطويل، وفي المقابل تقدم شركات التكافل حماية وتغطية إسلامية للمنتجات المالية الإسلامية التي تعرضها البنوك الإسلامية.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

أما سوق الأوراق المالية الإسلامية فتوفر الأدوات المالية التي تساعد على زيادة قدرة شركات التكافل لجلب عائدات استثمارية جذابة لأصحاب المصالح، بينما البنوك الإسلامية وشركات التكافل فتقوم باستغلال الفرص للحد الأقصى للوصول إلى الكثير من المستثمرين.

#### 1- المصرفية الإسلامية:

تشهد ماليزيا منذ عقود من الزمن اهتماما متزايدا بالصناعة المالية، فقد تأسس فيها أول بنك إسلامي " بنك إسلام ماليزيا" سنة 1983.

وإزداد عدد البنوك الإسلامية الناشطة في ماليزيا مع مرور الوقت ، والجدول الموالي يوضح البنوك الإسلامية المتوفرة في ماليزيا حتى نهاية عام 2014.

#### الجدول رقم (04-01): البنوك الإسلامية في ماليزيا

Islamic Money Market Players(excluding conventional Bank)	
Full – fledged Islamic Bank's	Islamic Windows (IW)
<b>Domestic full- fledged Islamic Bank's</b>	<b>Domestic Bank With Islamic Windows</b>
1- Affin Islamic Bank	1- Affin Investment Bank
2- Am Islamic Bank	2- Am Merchant Bank
3- Alliance Islamic Bank	3- Am Investment Bank
4- Bank Islam	4- Alliance Investment Bank
5- Bank Muamalat	5- Aseam Bankers Malaysia (May Bank Investment Bank)
6- RHB Islamic Bank	6- CIMB Investment Bank
7- CIMB Islamic Bank	7- KAF Investment Bank
8- Hong Leong Islamic Bank	8- MIDF Amanah Investment Bank
9- EONCAP Islamic Bank	9- OSK Investment Bank
10- May Bank Islamic	10- RHB Investment Bank
11- Public Islamic Bank	

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

<b>Foreign full- fledged Islamic Bank's</b> 1- Al – Rajihi Banking & Investment 2- Al khair International Islamic BankK 3- Asian Finance House 4- Elaf Bank B.S.C 5- Kuwait Finance House 6- HSBC Bank Malaysia 7- OCBC Al- Amin BankK 8- PT. Bank Muamalat Indonesia, TBK 9- Standark chartered Saadiq	11- RUSD Investment Bank <b>Foreign Islamic With Islamic Windows</b> 1- Bank of Tokyo – Mitsubishi UFJ 2- BNP Paribas 3- Citi Bank 4- BNP Paribas <b>Development Finance Institutions with Islamic Bank's</b> 1- Bank Kerjasama Rakyat Malaysia
--	--

المصدر: البنك المركزي الماليزي:

<http://www.bnm.gov.my/>

## 2- شركات التأمين التكافلي:

يجب على شركات التكافل بموجب القانون إنشاء لجنة شرعية كجزء من إدارتها الداخلية من أجل التأكد من التزامها بالشرعية الإسلامية، ولقد أصدر البنك المركزي الماليزي لوائح قانونية حول إدارة لجنة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك لتعزيز الإدارة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، ولقد تم إصدار لوائح لتوحيد القرارات الشرعية، وذلك بالتنسيق بين مهام ومسؤوليات لجان الشرعية في هذه الصناعة وبين مهام ومسؤوليات المجلس، كما تحدد اللوائح المذكورة مستوى كفاءة كل عضو من أعضاء لجان الشرعية، وذلك ضمن المساعي لزيادة عدد المتخصصين الشرعيين في مجال الصيرفة الإسلامية والتكافل، حيث تمكنت صناعة التكافل من البروز كعنصر هام في النظام المالي، كما نجحت في الاندماج مع العناصر الأخرى للنظام المالي الإسلامي، وتعتبر شركات التكافل الماليزية هي المحركة الرئيسية لتنمية التكافل عالمياً، والجدول الآتي يوضح شركات التأمين التكافلي المتوفرة في ماليزيا:

الجدول رقم (04-02): شركات التأمين التكافلي في ماليزيا

المساهم الرئيسي	الشركة
BIMB Holding Berhad	Syarikat Takaful Malaysia Berhad
Malaysian National Insurance Berhad	Takaful Nasional Sdn. Berhad
Malayan Banking Berhad	Mayban Takaful Berhad
Malaysian National Reinsurance Berhad	Takaful Ikhlas Sdn. Berhad

Source: <http://www.bnm.gov.my> consulté le 20/12/2015

تتمتع شركات التكافل بحرية ممارسة أنشطة تكافلها تحت نماذج إدارة التكافل المختلفة، ويمكن ذكر النماذج الإدارية التي تبنتها شركات التكافل كالتالي:

- نموذج المضاربة: لقد تبنت شركتان نموذج المضاربة في أنشطتها التجارية مع وجود بعض الفروق من حيث معالجة نفقات الإدارة وتصميم المنتجات وقنوات التوزيع، حيث تقوم شركات التكافل تحت عقد المضاربة بدور المضارب، بينما يقوم المشاركون بدور صاحب رأس المال، وينص العقد على كيفية تقسيم الفائض من عمليات التكافل إلى شركات التكافل والمشاركين، وتحت هذا العقد يتحمل المشاركون الخسائر وذلك بصفتهم أصحاب رؤوس الأموال، ولكن من أجل حماية مصالح المشاركين يجب على شركات التكافل الالتزام بأحكام بما فيها أحكام تتعلق بقيام شركات التكافل بمنح القرض الحسن لصندوق مخاطر التكافل في حالة وجود نقص في الصندوق المذكور.

- نموذج الوكالة: تستخدم الشركتان الأخرى نموذج الوكالة في أنشطتها، والوكالة مبدئياً عبارة عن العلاقة بين الوكيل والموكل، حيث تقوم شركة التكافل بدور الوكيل الذي ينوب عن المشاركين ويتسلم رسوماً مقابل الخدمات التي تقدمها، وقد تكون هذه الرسوم رسوماً محددة أو رسوماً مبنية على نسبة معينة متفق عليها من ربح الاستثمار أو فائض صندوق التكافل.

### المطلب الثاني: ماهية سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تعتبر سوق رأس المال الإسلامية الماليزية جزءاً مهماً من النظام المالي الماليزي، لما تتميز به من خصائص ولما توفره من فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، بالإضافة إلى المنتجات والخدمات التي تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة المعاملات المحرمة مثل الربا، المقامرة، الغرر، وما شابه ذلك.

#### أولاً- نشأة سوق رأس المال الإسلامية الماليزية:

يعود التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا إلى أواخر القرن التاسع عشر، وذلك بظهور الشركات البريطانية المتخصصة في الصناعات المطاطية والقصديرية، ليتم بعدها وفي سنة 1930 تأسيس جمعية سمسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة ورسمية تختص في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أُعيد تسجيلها باسم جمعية سمسرة بورصة ماليزيا سنة 1937<sup>(1)</sup>.

أما ظهور سوق رأس المال الماليزية فيعود إلى سنة 1960، وتطورت تدريجياً مع مرور الوقت، ولكن تطورها كان ملحوظاً خاصة في أوائل الثمانينات، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد احتياجات القطاع العام، الذي كان يُعد قطاعاً أساسياً ومهماً لتطوير الاقتصاد الماليزي<sup>(2)</sup>، غير أن الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام ينصب على كلا القطاعين: العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزية، ليتم إصدار أول سندات من القطاع الخاص سنة 1980 بفضل شركة Arab Malaysian Finance Bond AMF<sup>(3)</sup>، واستمر وتزايد بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية.

(1)- pamphlet : **Malaysian Equities, Module 6 : Stock Market and Securities Law**, Examination Study Guide, Securities In dusty development centre (SIDC), Securities commission, Kuala lumpur, Malaysia, second Edition, 2000, p23.

(2)- **Malaysian Capital Market : Current Situation and prospects**, in Bank Negara Malaysia (BNM, Central Banking in an Era of change, landmark Speeches, BNM, Kuala lumpur, Malaysia, 1989, p227.

(3)- <http://asianbondsonline.adb.org> Consulté le 10/01/2015.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

وما ساهم بشكل كبير في تطوير سوق رأس المال الماليزية، هو تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993، وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات المالية وسوق السندات، إلى جانب تقديم بعض المعاملات الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة<sup>(1)</sup>، وبذلك أصبحت سوق رأس المال الماليزية مصدرا رئيسا للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأس مالي لكلا القطاعين، حيث توفر فرص متنوعة للاقتراض خاصة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما يساهم في تطوير مختلف القطاعات الاقتصادية في ماليزيا.

ولتدعيم هذه السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال الماليزية، وتحت رعاية

وزير المالية الماليزي بتاريخ 22 فيفري 2001، وتضمنت الخطة الأهداف الآتية<sup>(2)</sup>:

- اعتبار سوق رأس المال مصدرا للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية.

- تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الأمثل للمستثمرين.

- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.

- توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنظمة.

- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامية.

وقد تضمنت الخطة الاستراتيجية لسوق الأوراق المالية الماليزية 152 توصية تغطي 11 ناحية، حيث تضمنت

13 توصية خاصة بسوق رأس المال الإسلامية بهدف أن تصبح ماليزيا مركزا عالميا لسوق رأس مالية إسلامية،

وفق المراحل الآتية:

(1)- Bank Negara Malaysia, annual Report 1995, p195.

(2)- Capital Market Masterplan Malaysia – Executive Summary, Malaysian Securities commission, February 2001, pp 16-35.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### الشكل رقم (04-02): الخطة الاستراتيجية لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

المرحلة الأولى	المرحلة الثانية	المرحلة الثالثة
تقوية الوسطاء والمؤسسات الاستثمارية المحلية	مزيد من تقوية القطاعات الأساسية، وجعل السوق بصفة تدريجية قابلة للانفتاح (2005-2006)	مزيد من تقوية مقتضيات السوق والمرافق لتلبية التحديات الدولية في مختلف الجوانب الإيجابية
2001	2006	2010

**المصدر:** محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الرياض، 2008، ص 12.

أما سوق رأس المال الإسلامية الماليزية فتعود بدايتها الحقيقية إلى أوائل التسعينات، حيث قامت الشركة الخاصة المحدودة Shell MDS بإصدار أولى الصكوك الإسلامية في السوق المحلية سنة 1990<sup>(1)</sup>، ثم توالى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامية واتساعها، وبعدها ظهرت السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

ولإضفاء المصداقية والتأكيد على التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 بإنشاء قسم سوق المال الإسلامية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمساندة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن ضمن صلاحيات هذا القسم التأكد من جميع العروض المقدمة، بحيث يُقر بجميع ما يتعلق بأحكام الشريعة الإسلامية خصوصاً في كل المعاملات التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية

(1)- Pamphlet: **Malaysian Futures and Options, Module 2 : Futures**, Examination Study guide, Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission of Malaysia, Revised 2005, P26.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

الإسلامية، كما تم تأسيس اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، والتي حل محلها المجلس الاستشاري الشرعي سنة 1996، ليمارس مهام ومسؤوليات أوسع وأشمل من اللجنة السابقة<sup>(1)</sup>.

وفي 17 أبريل 1999 تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة الماليزية، وأطلق عليه اسم مؤشر الشريعة Sharial Index<sup>(2)</sup>.

#### ثانيا- مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عن السوق التقليدية في الجوانب الآتية:

#### 1- الإشراف والرقابة الشرعية:

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذه السوق والسوق التقليدية في ماليزيا، حيث تخضع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذه السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق واتخاذ القرارات المناسبة.

<sup>(1)</sup> - شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية -دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، 2013-2014، ص 117.

<sup>(2)</sup> - Securities Commission Annual Report 2003, p46.

## 2- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي مخالفة شرعية:

تعد الميزة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذا وإعطاء، لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر، الخ.

على المستثمر أن يتأكد من أن شركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد البنوك الربوية، وشركات المنتجات المحرمة، والتأكد من أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

## 3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية، سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها.

ولقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة.
- مراجعة نشاطات الشركة، وهذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها متوافقة للشريعة الإسلامية.
- جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي.
- جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعا.

(1)- Mohamed Akram Laaldin, Shariah approved Securities Screening Process in Malaysia, the 15<sup>th</sup> annual Scientific meeting the Capital market – bursa – UAE University, 2006, p11.

#### 4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه السوق، ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية"، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها.

أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية، كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية، كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة، لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق، ووفقا للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، وتتجه المعدلات اتجاهها تصاعديا، ففي عام 2001 كانت بمعدل 78%، وتصل إلى 88.66% حتى بداية عام 2012<sup>(1)</sup>.

(1) - مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال " تجربة ماليزيا أنموذجا"، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012، ص104.

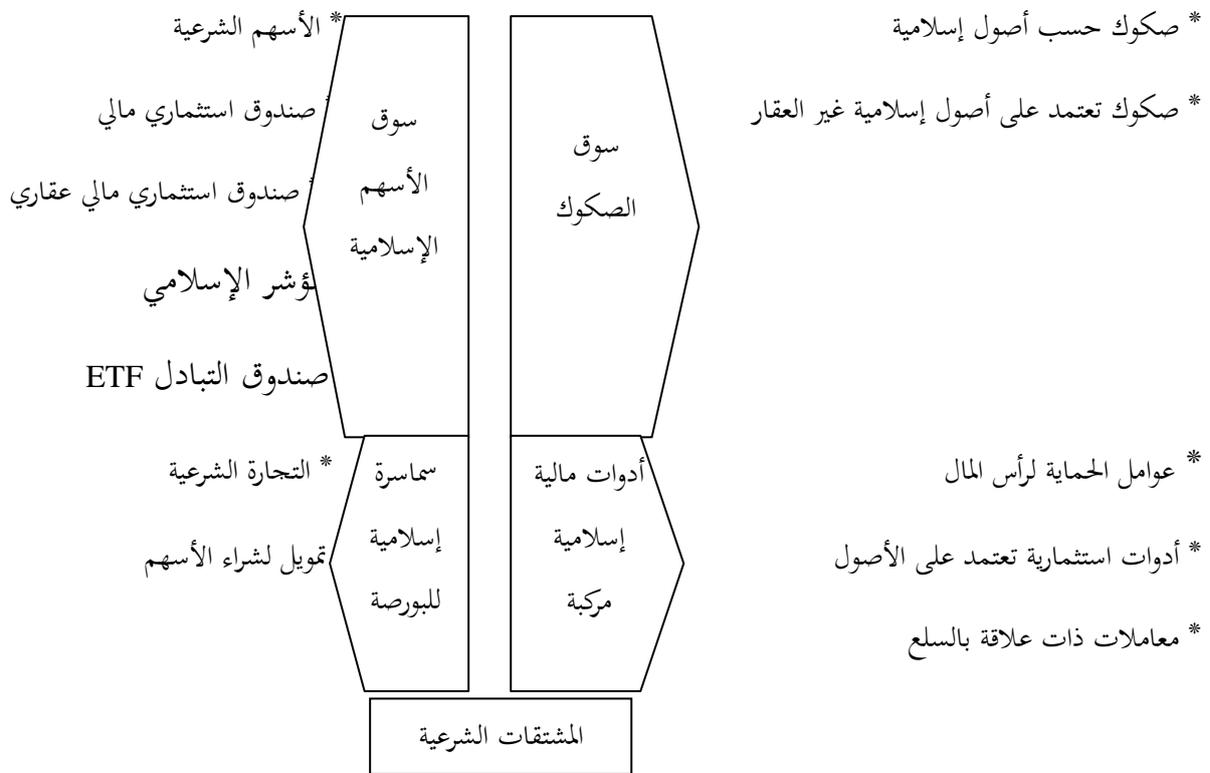
## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### المبحث الثاني: التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعرض سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عددا من الأدوات المالية المتميزة والشرعية، يمكن توضيحها في الشكل الآتي:

#### الشكل رقم (04-03): الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية



المصدر: محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق الذكر، ص 17.

## المطلب الأول: إصدار وتداول أدوات الملكية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

يتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين<sup>(1)</sup>:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية تتوفر فيه الصفات الآتية:

ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل.

لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية.

يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة.

لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال البنوك الإسلامية.

2- تعيين بنك إسلامي معين أو أي بنك تقليدي مرخص من طرف البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصح والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أن جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، والجدير بالذكر أن تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أما الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، فلا تتدخل مجدداً، إلا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من طرف الهيئة.

(1)- Securities Commission Malaysia, "Guidelines on the offering of islamic Securities", 2004, exists on the link: [www.SC.com.my/main.asp?papied:249&Menuid:278&newsid:&Kinkind/&type.www.Se.com.my/htm/Bondmkt/fr\\_Bondmkt:htm](http://www.SC.com.my/main.asp?papied:249&Menuid:278&newsid:&Kinkind/&type.www.Se.com.my/htm/Bondmkt/fr_Bondmkt:htm)

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### أولاً- الأسهم العادية:

قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في قائمة سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في جوان 1997، وبلغ عدد الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية 371 سهم بنسبة 57% تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية<sup>(1)</sup>.

#### 1- حجم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

الجدول رقم (03-04): تطور حجم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	رسملة السوق الإجمالية (مليار رينجت ماليزي)	نسبة رسملة الأسهم العادية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية إلى إجمالي السوق	رسملة سوق الأسهم العادية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية (مليار رينجت ماليزي)
2006	741.25	63.59	471.47
2007	988.81	63.77	630.6
2008	903.75	64.06	590.075
2009	847.92	63.48	539.86
2010	1132.7	62.20	703
2011	1275.07	60.89	776.09

(1)- Resolutions of the securities commission syariah Advisory council , securities commission of Malaysia, second print, October 2005, p108.

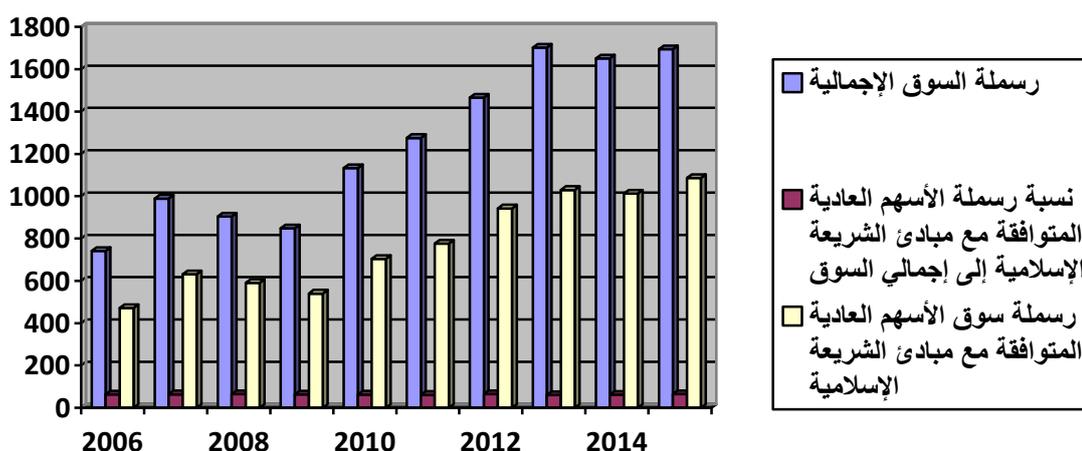
## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

942.15	64.3	1465.68	2012
1029.62	60.5	1702.15	2013
1012.14	61.3	1651.17	2014
1086.18	64.1	1694.78	2015

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-04): التمثيل البياني لتطور حجم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2006-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ أن هناك تطور مستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة من 2006 إلى غاية 2015 في مقابل الانخفاض والتراجع في عدد الأسهم غير المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية والمدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في نفس الفترة، ويعود هذا التطور للأسباب الآتية:

- تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي سنة 1993 تحت اسم (Arabe malaysia tabung Ittikal).

- إنشاء أول شركة سمسرة إسلامية سنة 1994 تحت اسم BIMB.

- تكوين قسم سوق المال الإسلامية سنة 1994.

- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001، وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة، ناهيك عن الإصدارات المحلية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذا التطور لا يزال مستمر، ففي السداسي الأول من عام 2016 بلغت نسبة رسملة الأسهم العادية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية إلى إجمالي السوق نهاية جوان 2016 حوالي 62.2%، في حين كانت تقدر في نهاية جوان 2015 بـ 61.6%<sup>(1)</sup>.

## 2- معايير تقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

لتقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، يتم الاعتماد على المعايير الناتجة عن مقررات اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995، حيث يتم استبعاد كل الأسهم التي تتضمن عناصر غير جائزة شرعا، وتمثل هذه المعايير في الآتي:

- أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية الموجودة في المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار، أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- إذا كان النشاط الرئيسي للشركة لا يلتزم بأداب الإسلام كالقمار والميسر وما شابه ذلك، فلا يجوز للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وهذا يؤدي إلى إخراجها من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- الشركات التي تكون عملياتها قائمة على الغرر كشركات التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم على المستثمرين شراء أسهمها، حيث يركز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي بسببه تم التأمين.

<sup>(1)</sup>- quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2016.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

– الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعا، فلا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتعتبر أسهمها ملغاة من قائمة الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

وقد قامت اللجنة الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، بوضع ضوابط ومعايير اجتهادية للحكم على شرعية أسهم الشركات التي تتضمن أنشطة مشروعة وأنشطة غير مشروعة، كالاتي<sup>(1)</sup>:

**المؤشر 5%:** يُستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة ومحرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا، القمار، الخمر، ولحم الخنزير، وإذا كانت نسبة تعامل الشركات بهذه العناصر أكثر من 5%، فلا يجوز للمستثمرين المسلمين شراء الأسهم الصادرة عن هذه الشركات.

**المؤشر 10%:** يقيس هذا المؤشر المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عناصر غير مشروعة، مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت في البنوك التقليدية، والأنشطة المتعلقة بالتبغ.

**المؤشر 25%:** يُستخدم لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية بصورة عامة، ولتحقيق المصلحة العامة، ولكن هناك عناصر أخرى تؤثر على مكانة الشريعة الإسلامية في هذه الأنشطة، منها أنشطة وعمليات الفنادق والمنتجعات، وتعاملات الأسهم، والسمسرة وغيرها.

<sup>(1)</sup>- Securities Commission of Malaysia, Annual Report, 2006, p p14,15.

## ثانياً- الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة:

تتمثل الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة في صكوك المشاركة، وصكوك المضاربة.

### 1- صكوك المشاركة:

تعتبر الصكوك التي أُصدرت من طرف Musyarkah one capital B.hd سنة 2005 بقيمة 2.50 مليار رينجت ماليزي، أول تجربة ماليزية في إصدار صكوك المشاركة<sup>(1)</sup>، وتلتزم صكوك المشاركة المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بالضوابط الشرعية لصكوك المشاركة الشرعية.

### 1-1- آلية إصدار وتداول صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

يتم إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وفق الخطوات الآتية:

- تقوم الشركة بإصدار صكوك المشاركة، مقابل تسديد حملة الصكوك للقيمة المكتتب بها، والمقدر بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال الشركة.
- تقوم الشركة بتسليم رأس مال المشاركة إلى الوصي.
- تقدم الشركة مساعدة للوصي في إدارة المشروع.
- بعد مرور سنتين من بداية المشروع، يقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة وحملة الصكوك، حسب نسبة المساهمة.
- تقوم الشركة بدفع أجرة للوصي.

(1)- Securities Commission Annual Report 2005, p p02-21.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

1-2 - صكوك المشاركة المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2005-2015):

الجدول رقم (04-04): تطور حجم صكوك المشاركة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)

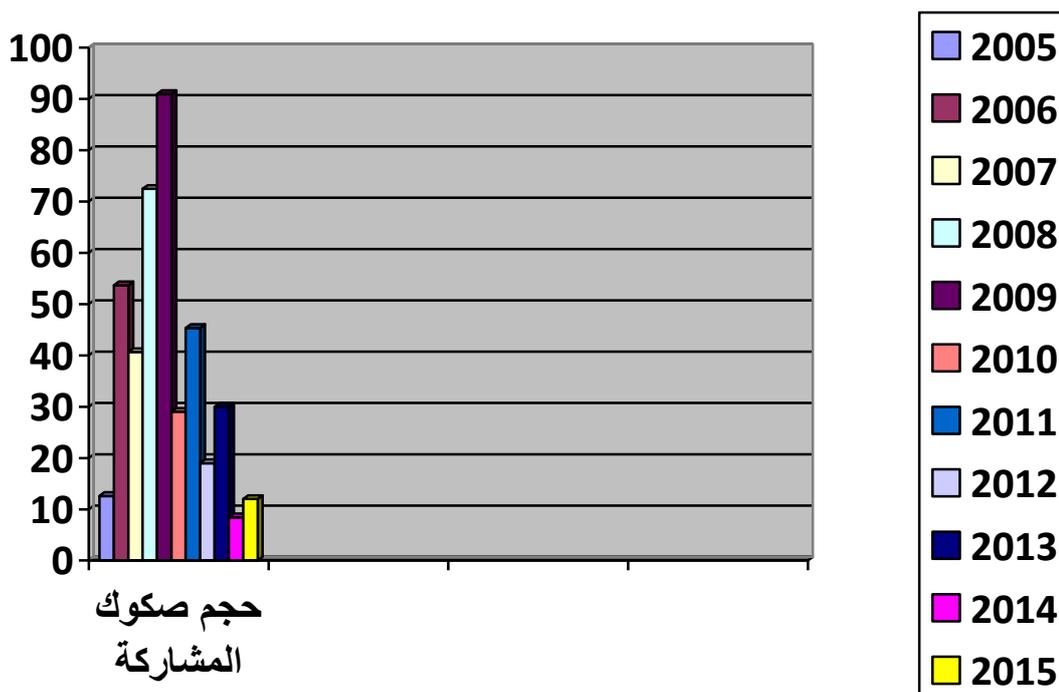
السنوات	نسبة صكوك المشاركة إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (%)
2005	12.6
2006	53.66
2007	40.66
2008	72.45
2009	90.95
2010	29.03
2011	45.33
2012	19
2013	30
2014	8.42
2015	12

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

الشكل رقم (04-05): التمثيل البياني لتطور حجم صكوك المشاركة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ أن صكوك المشاركة نمت بنسبة 41.06% بعد أول إصدار، ثم انخفضت بعد ذلك بسبب توجه المستثمرين إلى إصدار صكوك الإجارة التي حققت أعلى إصدار في هذه السنة، ووصلت ذروة النمو سنة 2009 بنسبة 90.95% من إجمالي الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية بسبب الإقبال الشديد على إصدار صكوك المشاركة على حساب بقية الصكوك.

## 2- صكوك المضاربة:

تُعتبر الصكوك المصدرة من طرف PG Municipal Assete Bhd أول صكوك مضاربة ماليزية بقيمة 80 مليون رينجت ماليزي<sup>(1)</sup>، وتلتزم صكوك المضاربة المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بالضوابط الشرعية لصكوك المضاربة الشرعية.

### 2-1- آلية إصدار وتداول صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينجت ماليزي، مقابل التسديد نقداً من طرف حملة الصكوك، وفي هذه المرحلة يكون حملة الصكوك رب مال أول، وتكون الهيئة الخاصة بالمشروع مضارب أول، والعقد بينهما هو عقد مضاربة أولى.
- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع بالمضاربة بهذا المبلغ، فتصبح رب مال ثاني مع جهة محلية، وتكون هذه الأخيرة مضارب ثاني والعقد بينهما هو عقد مضاربة ثانية.
- في هذه المرحلة تتقاسم الجهة المحلية الأرباح مع الهيئة الخاصة بالمشروع بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.
- وفي المقابل تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع بتقاسم الأرباح مع حملة الصكوك.

(1)- Securities Commission, Annual Report, 2005, p p02-22.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

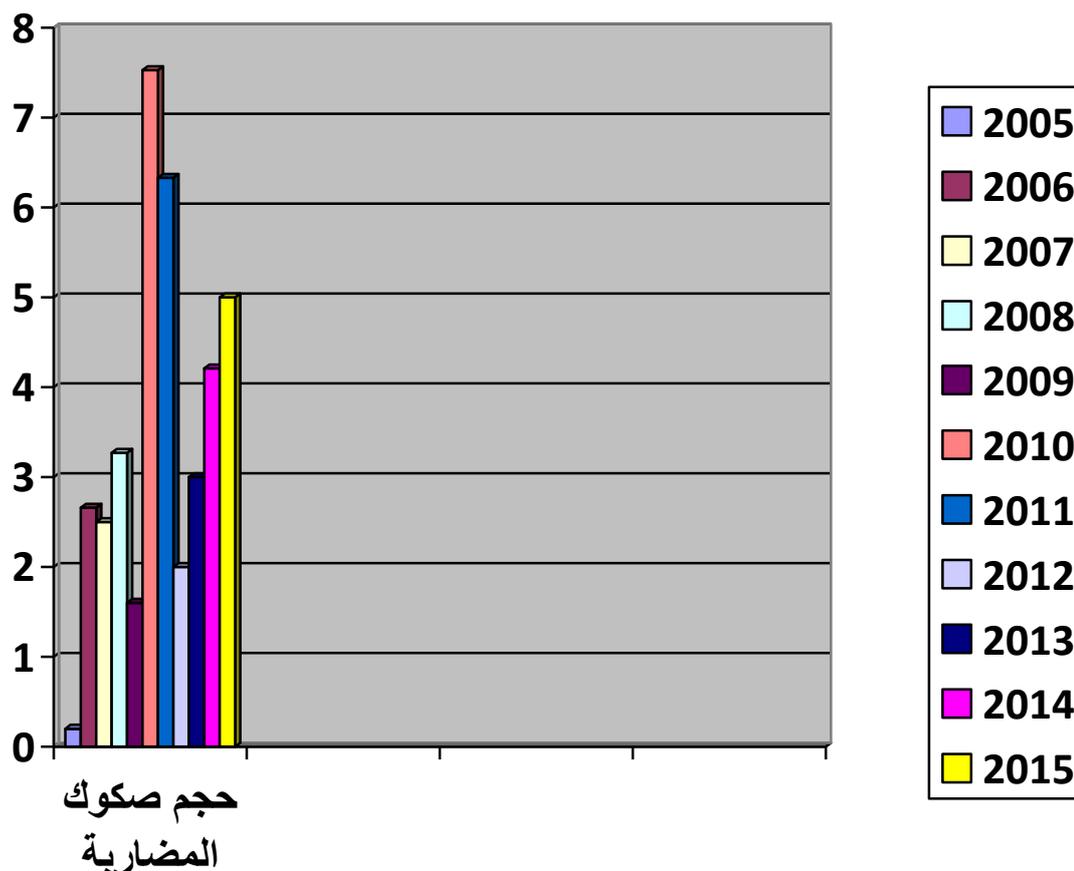
2-2- صكوك المضاربة المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2005-2015):

الجدول رقم (04-05): تطور حجم صكوك المضاربة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)

السنوات	نسبة صكوك المضاربة إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)
2005	0.2
2006	2.66
2007	2.5
2008	3.27
2009	1.6
2010	7.53
2011	6.33
2012	2
2013	3
2014	4.21
2015	5

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-06): التمثيل البياني لتطور حجم صكوك المضاربة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2005-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ نمو في إصدار وتداول صكوك المضاربة بسبب قيام اللجنة الاستشارية الشرعية بالاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والخسارة.

## 2-3- صكوك كاجاماس للمضاربة ( BMC ):

تقوم فكرة صكوك كاجاماس للمضاربة، والتي بدأ العمل بها في مارس 1994، على تحويل ديون الإسكان الإسلامية إلى صكوك أوراق مالية على أساس إسلامي، ووفقا لهذه الفكرة تقوم المؤسسة الأهلية للائتمان العقاري "كاجاماس" بشراء ديون الإسكان الإسلامية القائمة على أن تقوم في المقابل بعمليات إصدار سندات تعرف باسم سندات كاجاماس للمضاربة (BMC)، وذلك لتمويل عملية شراء الديون، ويتم هذا الشراء وفقا لمبدأ "بيع الدين"، بينما تصدر السندات وفقا لمبدأ "المضاربة" أو "اقتسام الأرباح"، حيث تفتسم المؤسسة الأهلية للائتمان العقاري مع حاملي السندات الأرباح المحققة وفقا لنسبة محددة، وتتولد هذه الأرباح من عمليات الشراء التي تقوم بها المؤسسة الأهلية للائتمان العقاري لديون الإسكان الإسلامية وإعادة استثمارها لأموالها، وستمكن هذه السندات المؤسسات المصرفية الإسلامية التي تقدم تسهيلات خاصة بالتمويل الإسلامي للإسكان من الحصول على تسهيل بإعادة تمويل مستمر من المؤسسة الأهلية للائتمان العقاري، الأمر الذي يمكن هذه المؤسسات من تقديم خدمات التمويل الإسلامي للإسكان لقطاع كبير من الأفراد وتكلفة معقولة<sup>(1)</sup>.

## ثالثا- الأوراق المالية القائمة على عقود البيع:

تتمثل الأوراق المالية القائمة على عقود البيع في صكوك البيع بضمن آجل والمراجحة، بالإضافة إلى صكوك الاستصناع.

## 1- صكوك البيع بضمن آجل / المراجحة:

تقوم آلية هذه الصكوك على عملية بيع العينة المتمثل في شراء الأصول من الجهة المصدرة بضمن نقدي وإعادة بيعها لها بضمن أعلى من المشتري به وآجل، وقد وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية، واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات

(1) - أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة دراسات اقتصادية، مركز

البحوث والدراسات الإنسانية، مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث، العدد الثاني، الجزائر، 2000، ص 59-92.

المالية القابلة للتداول في ماليزيا، لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجحة، وكانت حججهم في ذلك هي:

- تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في التغلب على مسألة نقص السيولة.

- اللجوء إلى بيع العينة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، من أجل رفع الضرر الأكبر، وهو الربا المحرم شرعا.

وتختلف صكوك البيع بثمان آجل عن صكوك المراجحة في آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فالأولى تخص الاستثمارات طويلة الأجل (خمس سنوات فأكثر)، أما الثانية فتخص الاستثمارات المتوسطة والقصيرة الأجل (من ثلاثة أشهر إلى أقل من خمس سنوات).

**1-1 - آلية إصدار وتداول صكوك البيع بثمان آجل / المراجحة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:**

تم عملية إصدار وتداول صكوك البيع بثمان آجل / المراجحة وفق الخطوات الآتية:

- المرحلة الأولى (مرحلة البيع بالثمن الآجل أو المراجحة):

- تقوم الجهة المصدرة بتعيين الأصول التي ترغب في امتلاكها.

- يقوم المكتب الأول بشراء تلك الأصول نقدا.

- يقوم المكتب الأول ببيع الأصول إلى الجهة المصدرة بثمان أعلى من ثمن الشراء، ولكن أقساطا مؤجلة.

- المرحلة الثانية (مرحلة إصدار الصكوك):

- بعد تقديم الأصول للجهة المصدرة عن طريق بيع قائم على البيع بثمان آجل أو المراجحة.

- تقوم الجهة المصدرة بإصدار الصكوك بسعر البيع باعتباره إثبات دين لها لدى المكتب الأول.

- يقوم المكتب الأول بتداول هذه الصكوك في السوق الثانوية.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

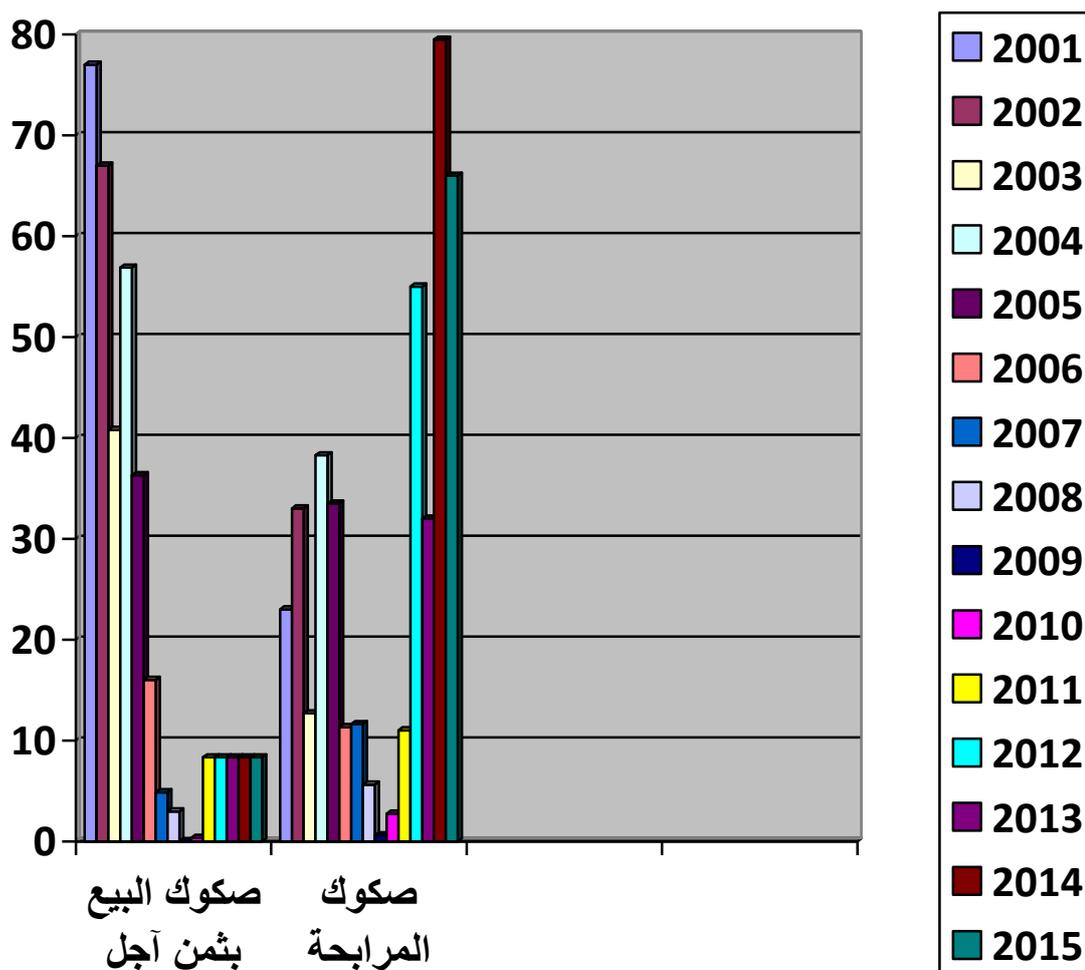
**1-2- صكوك البيع بضمن آجل / المرابحة المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2001-2015):**

**الجدول رقم (04-06): تطور حجم صكوك البيع بضمن آجل / المرابحة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)**

نسبة صكوك المرابحة إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (%)	نسبة صكوك البيع بضمن آجل إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (%)	السنوات
23	77	2001
33	67	2002
12.7	40.8	2003
38.27	56.88	2004
33.5	36.3	2005
11.33	16	2006
11.62	4.86	2007
5.62	2.97	2008
0.6	00	2009
2.75	0.34	2010
11	8.33	2011
55	-	2012
32	-	2013
79.49	-	2014
66	-	2015

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-07): التمثيل البياني لتطور حجم صكوك البيع بثمن آجل / المرابحة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ زيادة إصدار وتداول صكوك المرابحة بعد أول إصدار، ويليها انخفاض بسبب إصدار نوع جديد من الصكوك تتمثل في صكوك الاستصناع، ليعود بعد ذلك الارتفاع في التعامل بصكوك المرابحة بسبب اعتماد ماليزيا على مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية، ليعاود بعد ذلك الانخفاض بسبب إصدار نوع جديد من الصكوك تتمثل في صكوك المشاركة والمضاربة.

## 2- صكوك الاستصناع:

أول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان عام 2003 من طرف شركة SKS Power Sdh Bhd بقيمة 5.6 مليار رينجت ماليزي ومدة استحقاقها من 5 إلى 9 سنوات<sup>(1)</sup>.

صكوك الاستصناع في ماليزيا تنقسم بنيتها إلى قسمين هما:

القسم الأول: هو عملية استصناع مواز تكون فيها الجهة الممولة مستصنع أول، والجهة المصدرة صانعا أول، ومستصنعا ثاني، والمقاول صانعا نهائي.

القسم الثاني: هو بيع بئمن آجل للأصل من الجهة الممولة إلى الجهة المصدرة، وينتج عن هذا دين يُغطى بإصدار صكوك من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة.

## 2-1- آلية إصدار وتداول صكوك الاستصناع في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

- تقوم الجهة المصدرة (المستصنع) بإبرام عقد الاستصناع مع المقاول (الصانع) على شيء موصوف.

- تبيع الجهة المصدرة الأصل إلى الجهة الممولة نقدا بئمن تكلفة الأصل المصنوع للحصول على تمويل للمشروع.

- تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة الأصل إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقدا، ليقوم بتصنيع الأصل نيابة عنها، وفي الغالب يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.

- تقوم الجهة الممولة بإعداد الأصل للجهة المصدرة بئمن يزيد عن الثمن الأول بربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط (على أساس البيع بالئمن الآجل أو بيع المراجحة).

- تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك الاستصناع وتسليمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على هذه الأخيرة، ولإثبات التزامها بسداد ثمن شراء الأصل.

<sup>(1)</sup>- Guidelines on the offering of Islamic Securities, 2004, p04, Securities Commission of Malaysia, Took effect from, 2004, p01.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

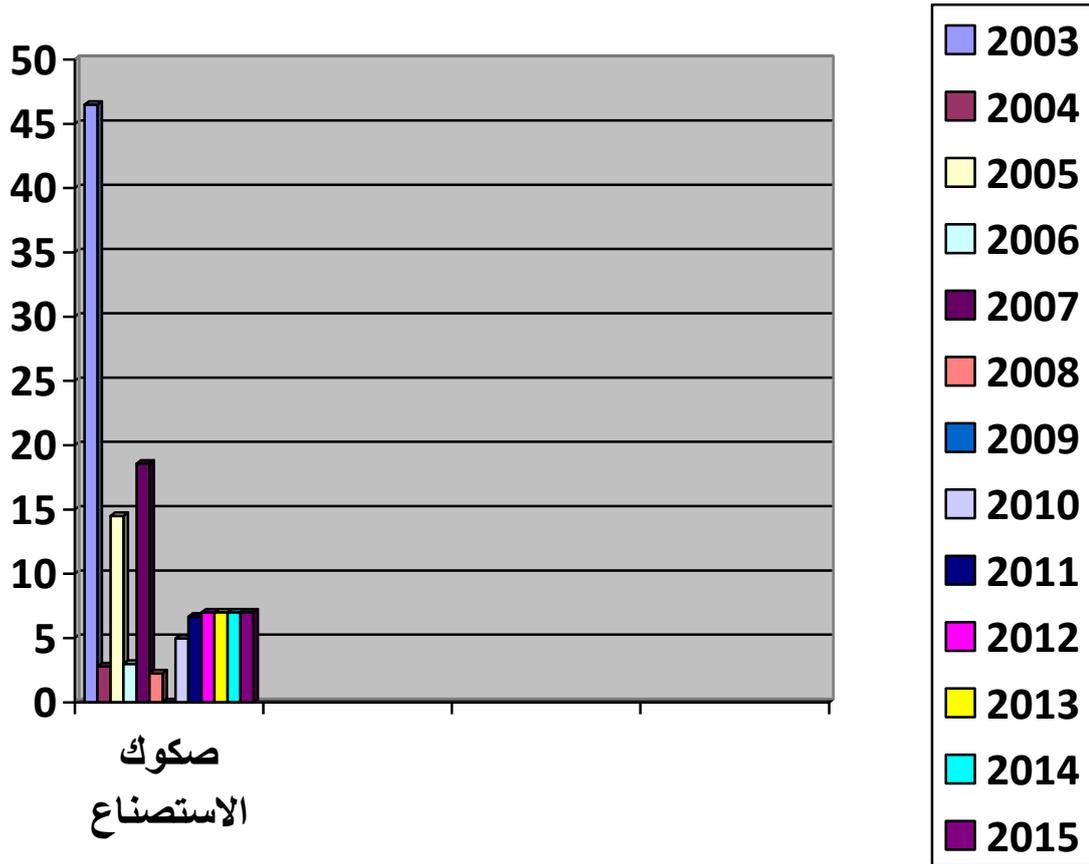
#### 2-2- صكوك الاستصناع المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2003-2015):

الجدول رقم (04-07): تطور حجم صكوك الاستصناع المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2003-2015)

السنوات	نسبة صكوك الاستصناع إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (%)
2003	46.5
2004	2.8
2005	14.5
2006	2.1
2007	1.8
2008	2.25
2009	0.01
2010	4.96
2011	6.66
2012	7
2013	-
2014	-
2015	-

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-08): التمثيل البياني تطور حجم صكوك الاستصناع المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2003-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ أن أعلى نسبة إصدار لصكوك الاستصناع كانت عام 2003، ليحدث بعد ذلك انخفاض حاد وصل إلى 2.8، ولكن لم يدوم هذا الانخفاض طويلا لأن نسبة صكوك الاستصناع عادت للارتفاع في عام 2005 نتيجة التعديل الضريبي بتخفيض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول، وهذا ما يحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن آجل والمراجحة، وهذا لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات، ولكن تلا هذا الارتفاع، انخفاض في عام 2006 بسبب أخذ صكوك المشاركة أغلبية الإصدار في هذه السنة والسنوات الموالية.

#### رابعاً- الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة):

صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الإسلامية حسب قرار اللجنة الاستشارية هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة التي تعتبر الموجودات أصلية في إصدارها، وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة<sup>(1)</sup>.

وتتم عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وفقاً للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية.

#### 1- أنواع صكوك الإجارة:

تمتلك صكوك الإجارة الماليزية إصدارات دولية وأخرى محلية.

#### 1-1- صكوك الإجارة الدولية:

صكوك الإجارة الدولية هي أول تجربة لماليزيا فيما يتعلق بصكوك الإجارة التي كانت في عام 2002 عن طريق Malaysian Global Sukuk، وتم إدراج هذه الصكوك في بورصة لابوان المالية العالمية، وتم طرحها بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي بموعد استحقاق في عام 2007<sup>(2)</sup>.

#### 1-2- صكوك الإجارة المحلية:

تعتبر شركة Ingress Corporation Bhd أول من أصدر صكوكاً إسلامية على أساس الإجارة على المستوى المحلي، وذلك في عام 2004 بقيمة 150 مليون رينجت ماليزي، وقد اتبعت نفس طريقة إصدار صكوك الإجارة الدولية.

(1)- Securities Commission, Annual Report, 2005, p25.

(2)- Securities Commission, Annual Report, 2005, p24.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### 1-3- صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI):

تستخدم هذه الصكوك بصفة أساسية لإدارة مشاكل السيولة، حيث قام البنك المركزي الماليزي بإصدار هذه الصكوك في فيفري 2006 بواسطة شركة لغرض خاص BNM، ويبلغ حجم هذا الإصدار 400 مليون رينجت ماليزي، ولقد تم استخدام إيرادات هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي التي تم إيجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنة.

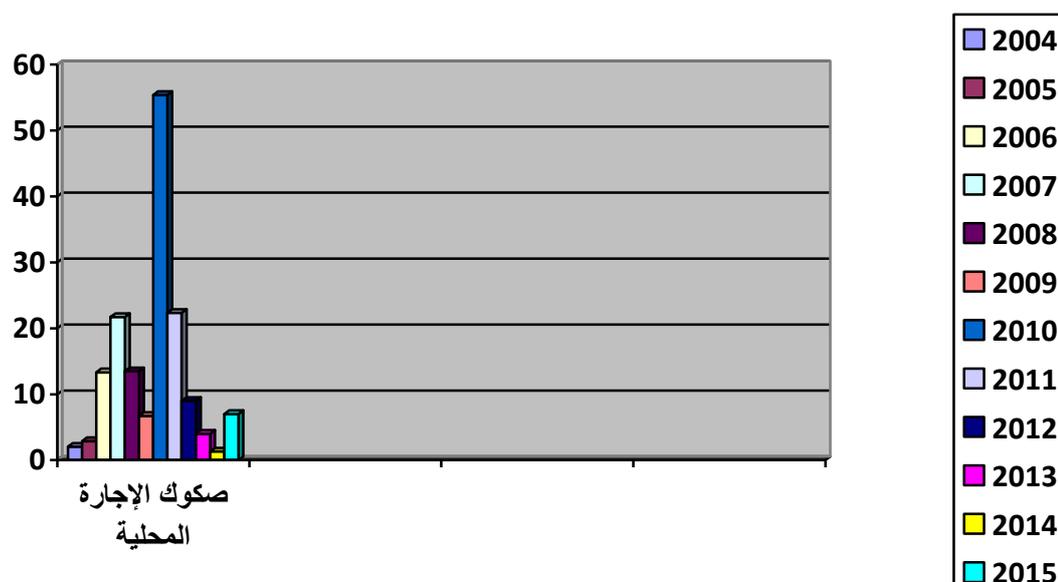
#### 2- صكوك الإجارة المحلية المصدرة والمتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2004-2015):

الجدول رقم (08-04): تطور حجم صكوك الإجارة المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2004-2015)

السنوات	نسبة صكوك الإجارة المحلية إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (%)
2004	2.05
2005	2.9
2006	13.33
2007	21.72
2008	13.5
2009	6.7
2010	55.37
2011	22.33
2012	09
2013	04
2014	1.31
2015	7

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-09): التمثيل البياني لتطور حجم صكوك الإجارة المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2004-2015)



من خلال الجدول السابق وتمثيله البياني نلاحظ نمو مستمر بنسبة ضئيلة لصكوك الإجارة المحلية حتى عام 2007، حيث تراجع إصدار صكوك الإجارة، ولكن في عام 2010 سجل أعلى مستوى بسبب مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا، فازدادت المشاريع وازداد معها التأجير للمشاريع.

تفسير شامل لتطور الصكوك خلال الفترة (2001-2015):

في الفترة (2001-2004): تذبذب نسبة الصكوك خلال هذه الفترة راجع إلى تركيز سوق ماليزيا على تنمية المؤسسات المحلية كخطوة أولى من خطوات تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

في الفترة (2005-2007): ارتفاع نسبة الصكوك خلال هذه الفترة راجع إلى تركيز ماليزيا على تطوير القطاعات الأساسية، مما جعلها أكثر انفتاحا، وبالتالي دخول مؤسسات استثمارية جديدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

في سنة 2008: انخفاض نسبة الصكوك في هذه السنة بسبب حدوث الأزمة المالية العالمية، مما أثر على مختلف الأسواق ومنها سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

في الفترة (2009-2015): تذبذب وارتفاع نسبة الصكوك خلال هذه الفترة راجع إلى تركيز ماليزيا على جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جعل ماليزيا سوق مالية إسلامية دولية، وهذا في إطار المرحلة الثالثة من خطة تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وهذه المرحلة تمتد من 2007 إلى 2010 هذا من جهة، ومن جهة أخرى قد يعود ذلك إلى زيادة اعتماد مختلف صغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية والتي بلغ عددها 178 صندوقا استثماريا إسلاميا في سنة 2013<sup>(1)</sup>.

#### خامسا- صكوك إسلامية لإدارة السيولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

**1- شهادات القرض الحسن:** هي شهادات قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة الماليزية لتتمكن من الاقتراض بدون ربا من المصارف والمؤسسات والأفراد، وتقوم الحكومة برد أصل القرض الذي اقترضته عن طريق الشهادات لأصحابه دون زيادة، وبهذا تتمكن الحكومة من تمويل مشاريعها الاستثمارية دون اللجوء للربا بآثاره الاقتصادية السيئة من تضخم وغيره.

**2- صك الدين الإسلامي القابل للتداول (NIDC):** يتضمن هذا النوع من المعاملات بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدا بسعر متفق عليه، حيث يتم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافا إليها المكسب، على أن تتم التسوية في ميعاد متفق عليه مسبقا.

**3- الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB):** صدرت سندات الكمبيالات الإسلامية التي تعرف باسم الكمبيالات المقبولة بدون فائدة عام 1991، بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية عن طريق تزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل إسلامية مغرية، وقد جرت صياغة هذه السندات استنادا إلى مبادئ إسلاميين هما المراجعة وبيع الدين<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup>- Securities Commission, Annual Report, 2013, p136.

<sup>(1)</sup> - سوق المال الإسلامي بين المصارف:

**4- صكوك بنك نيغارا ماليزيا القابلة للتداول:** تعد هذه الصكوك مستندات قصيرة الأجل يصدرها البنك بناء على مبدأ بيع الانتفاع، وقد صدرت لأول مرة في 29 نوفمبر عام 2000، ويتم تداولها في السوق الثانوية، ويتحدد سعر هذه الصكوك استناداً إلى مبدأ الخصم، وتصل مدة الانتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة.

#### المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تتوفر ماليزيا على العديد من المؤسسات المالية التي تم انشاؤها لتحقيق أهداف محددة في تنمية القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية وتعزيزها، وتقوم هذه المؤسسات المالية بدور مكمل للمؤسسات المصرفية عن طريق توفير مجموعة من الخدمات المالية وغير المالية لدعم تنمية القطاعات الاستراتيجية.

#### أولاً- البنك المركزي الماليزي:

يتأسس الجهاز المصرفي الماليزي بنك نيغارا المركزي، والذي يعمل على تحقيق الأهداف الآتية:

- إصدار العملة وحفظ الاحتياطيات التي تضمن قيم العملة.
- القيام بدور المستشار المالي للحكومة.
- تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
- تعزيز التشغيل الموثوق والكفاء للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات، وضمان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا.
- التأثير في الوضع الائتماني لصالح ماليزيا.

للبنك المركزي الماليزي دور مهم في تنمية وتطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا من خلال التعزيزات التي قام بها، والتي تركز على النواحي الآتية<sup>(1)</sup>:

**1- تعزيز المرافق الشرعية القانونية:** وفي هذا الصدد أصدر بنك نيغارا الضوابط الخاصة بحكم اللجنة الشرعية للمؤسسات المالية في شهر ديسمبر 2004 لتنسيق وظائف اللجان الشرعية ومهامها في المؤسسات المالية، ودخلت هذه الضوابط حيز التنفيذ اعتبارا من 01 أبريل 2005.

**2- تعزيز المرافق المالية المؤسسية:** ومن الجهود المتعلقة بهذا الإطار، قيام البنك المركزي الماليزي بتحرير القطاع المصرفي الإسلامي، هذا ما شجع على دخول البنوك الإسلامية الأجنبية، وبالتالي تدعيم تنوع المنتجات وتحفيز الابتكارات المالية، بالإضافة إلى تدعيم تنمية النظام المالي الإسلامي، وربط ماليزيا بغيرها من الأسواق المالية الإسلامية.

**3- تعزيز الإطار الشرعي:** ومن مظاهره صدور "الضوابط الخاصة باللجان الشرعية"، مما زاد من عدد المستشارين الشرعيين الذين يعينون كأعضاء اللجان الشرعية، مما يزيد من عدد الخبراء الشرعيين المؤهلين في هذه الدولة.

**4- تعزيز الإطار القانوني:** ومن مظاهره مراجعة قانون الشراء التاجيري لسنة 1967 لتغطية الشراء التاجيري الإسلامي، كما تتم دراسة التشريعات الأخرى ذات الصلة، بما فيها لائحة أراضى الدولة ولائحة الشركات لسنة 1956، ولائحة العقود لسنة 1950، وذلك لمواكبة التطورات الجارية في الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، كما قام البنك المركزي بمراجعة تشريعات الصيرفة والتمويل الإسلامي والتكافل.

**5- تعزيز الإطار التنظيمي:** ومن مظاهره إصدار الدليل الأول لضوابط الشريعة الإسلامية في مارس 2004، بهدف تعزيز فعالية مجلس الإدارة الذي سيكون مسؤولا عن الإدارة الكلية للبنك.

<sup>(1)</sup> - زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي - 03 جوان 2009، ص ص 09-12.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

**6- تعزيز الإطار الاحتراسي:** وذلك من خلال إصدار الهيكل المنقح حسب العوائد لصناعة الصيرفة الإسلامية، ومنها كذلك إصدار إطار مماثل للبنوك الإسلامية في سبتمبر 2004، وفق عملية تطبيق إطار كفاية رأس مال مخاطر السوق للمؤسسات المصرفية التقليدية.

**7- تعزيز الإطار التشغيلي:** قام البنك المركزي الماليزي بتطوير نظام على الخط يعرف باسم "نظام الموافقة على المنتجات والتخزين"، وتم إعداد هذا المشروع في عام 2005 لتسهيل عملية مراقبة الإجراءات المتعلقة بالطلبات والبحث السريع لأحدث المعلومات المتعلقة بالمنتجات المخزونة.

**8- تعزيز وتنمية رأس المال الفكري:** وذلك من خلال تأسيس المؤسسات الدراسية مثل "المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي"، والمؤسسات البحثية مثل "الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية".

#### ثانيا- متعاملون آخرون:

إضافة إلى المؤسسات المالية والمصرفية بما فيها البنك المركزي، هناك متعاملون آخرون من بينهم الحكومة، صناديق الاستثمار، الأفراد.

**1- الحكومة الماليزية:** قامت الحكومة الماليزية بإصدار تراخيص يتم تقديمها لجذب المزيد من المشاركين في مركز ماليزيا الإسلامي الدولي، والذي يعتبر مبادرة قامت بها ماليزيا بهدف تشجيع التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، ومن بين هذه التراخيص ما يلي:

- إصدار تراخيص أعمال بنكية إسلامية دولية جديدة طبقا لقانون البنوك الإسلامية لعام 1983 للمؤسسات المالية المؤهلة الأجنبية والماليزية لتمارس كل أعمال البنوك الإسلامية مع المقيمين وغير المقيمين بالعملات الدولية سواء كمؤسسة تابعة أو كفرع، وسيتمتع الكيان بإعفاء كامل من ضريبة الدخل لمدة عشر سنوات حتى السنة الضريبية 2016 طبقا لقانون ضريبة الدخل لعام 1967.

- إصدار تراخيص جديدة لقائمين دوليين على التكافل للمؤسسات المالية المؤهلة الأجنبية والماليزية لتمارس كل أعمال التكافل مع غير المقيمين والمقيمين بالعملات الدولية سواء كمؤسسة تابعة أو كفرع، وسيتمتع الكيان بإعفاء من ضريبة الدخل مشابه لإعفاء البنك الإسلامي الدولي.

- يتم السماح لشركات إدارة الصناديق الإسلامية باستثمار كل الصناديق التي تعمل وفقا للشرعية الإسلامية في الخارج، وسيتمتع الكيان بإعفاء من الضرائب على كل رسوم إدارة الصناديق الإسلامية للمستثمرين الأجانب والماليزيين حتى السنة الضريبية 2016 طبقا لقانون ضريبة الدخل لعام 1967.
- توفير تمويل مبدئي من صناديق ادخار الموظفين لإقامة شركات أجنبية لإدارة الصناديق الإسلامية.
- يتم السماح بملكية الأجانب للأسهم بنسبة تصل إلى 100% في البنوك الإسلامية الدولية، والقائمين الدوليين على التكافل وشركات إدارة الصناديق الإسلامية.

## 2- صناديق الاستثمار الإسلامية:

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002، وهي تقدم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، وتهدف هذه التعليمات إلى حماية حقوق المستثمرين، وضمن هذه التعليمات طرحت الهيئة بندين، فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما<sup>(1)</sup>:

البند رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، الذي ينص على أن يلتزم الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 01 جانفي 2003.

البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق، فيما يتعلق بمبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل، وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة، فيما يتعلق بالمعاملات فيها، وهذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002.

ومن بين صناديق الاستثمار المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ما يلي:

(1)- Securities Commission of Malaysia, Annual Report, 2004, p p02-29.

## 2-1- صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية:

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية أول سوق تُدرج صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في سنة 1996<sup>(1)</sup> ، تتيح هذه الصناديق لصغار المستثمرين فرصة تملك حصص صغيرة في مشاريع عقارية ضخمة.

## 2-2- صناديق المؤشرات الإسلامية:

تتكون هذه الصناديق من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا، والهدف منها هو تتبع حركة المؤشر الإسلامي، بالإضافة إلى توسيع قاعدة السوق وإعطاء مرونة أكبر للمستثمرين.

---

(1) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، مرجع سابق الذكر، ص121.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

ثالثاً- الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

الجدول رقم (10-04): الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2001-2014)

السنة	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية
2001	640
2002	684
2003	722
2004	787
2005	857
2006	886
2007	853
2008	855
2009	846
2010	846
2011	839
2012	817
2013	650
2014	667
2015	671

**Source:** Securities Commission Malaysia, Annual reports, 2001,2002,2003,2004,2005,2006, 2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

يتضح من خلال الجدول رقم (04-10) أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية عرفت نموا مستمرا خلال الفترة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006 والسبب راجع إلى تشجيع الحكومة الماليزية للشركات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية على دخول السوق المالية الإسلامية الماليزية، بهدف تطوير القطاعات الأساسية، ولكن في سنة 2007 انخفض هذا العدد وواصل الانخفاض إلى غاية سنة 2012، وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، وفي سنة 2013 بدأ عدد الشركات في النمو مجددا ليصل إلى 671 شركة في سنة 2015، والسبب راجع إلى جلب ماليزيا للاستثمارات الأجنبية، لأن ماليزيا كانت تسعى في تلك الفترة إلى جعل سوقها المالية سوقا دولية.

### المبحث الثالث: تنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تطورت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من حيث الهياكل التنظيمية، وكل ذلك تحقق بفضل الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية.

#### المطلب الأول: المؤشرات الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تم تشكيل المؤشرات الشرعية للوقوف على أداء الأسهم الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والمدرجة بالبورصة الماليزية.

#### أولاً- ماهية المؤشرات الشرعية:

جاء إنشاء المؤشرات الشرعية ليعكس اهتمام الأفراد بجعل استثماراتهم ملتزمة بالقواعد الأخلاقية تبعاً لعقائدهم.

**1- العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار المؤشرات الشرعية:** من أهم العوامل التي ساهمت في ظهور المؤشرات الشرعية هي:

- الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط، الذين يعيشون في الدول الغربية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية يتراوح عدد من يطلقون على أنفسهم أنهم مسلمون ما بين 6 إلى 12 مليون أمريكي متوسط دخلهم 44 ألف دولار تبعاً لتقدير وكالة Morning Star Inc لترتيب صناديق الاستثمار<sup>(1)</sup>.

- ظهور وانتشار البنوك الإسلامية، وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي، ففي الستينات من القرن العشرين افتتح أول بنك إسلامي ليقدّم التوزيعات والمشاركة في الأرباح بدلاً من الفائدة، وحديثاً يعتبر بنك HSBC البريطاني أول بنك دولي يقدم منتجات التمويل الشخصي طبقاً للشريعة

<sup>(1)</sup> - حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، بحث مقدم

للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 05.

الإسلامية، كما كان انتشار صناديق الاستثمار الإسلامية لتلبية احتياجات الطلب المتزايد على التمويل والاستثمار الإسلامي إلى ظهور الحاجة إلى المؤشرات الإسلامية كمرجعية لتقييم هذه الصناديق<sup>(1)</sup>.

- تزايد وانتشار الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل الدول الإسلامية وغير الإسلامية، ساهم في فهم ودعم هذا الاتجاه، ومن الأمثلة البارزة، مشروع التمويل الإسلامي IFP، الذي تطور من برنامج هارفارد لمعلومات التمويل الإسلامي HIFIP<sup>(2)</sup>.

## 2- مؤشر Dow Jones لسوق الأسهم الإسلامية:

في 09 فيفري من عام 1999 أعلن في المنامة عن إطلاق مؤشر Dow Jones للسوق الإسلامية<sup>(3)</sup>، وتكون هذا المؤشر من 600 شركة عالمية يتوافق نشاطها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولم تكن هذه الشركات من الدول الإسلامية فقط، وتم اختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات Dow Jones العالمية<sup>(4)</sup>، ويتم اختيار شركات المؤشر من طرف مجلس استشاري من علماء الشريعة الإسلامية من كل من سوريا، باكستان، البحرين، السعودية، الولايات المتحدة الأمريكية، وتم إضافة أحد علماء الشريعة الإسلامية من ماليزيا في نهاية عام 2002، وتنحصر مهمة المجلس في الجوانب الشرعية للأسهم المكونة للمؤشرات ومراجعتها دورياً<sup>(5)</sup>.

(1)- Islamic finance : unlocking the potential, <http://www.getyour money working.com> consulté le:12/10/2013.

(2)- Sixth harvard university forum on islamic finance, <http://www.google.com/search?hl=en&lr=&q=sixth+harvard+university+forum+on+islamic+finance&btnG=search>. Consulté le: 15/10/2013.

(3)- Rushdi Siddiqui, Dow Jones Islamic Market Index, Islamic Banking and finance America 2000, [http://216.221.181.197/info/djimi\\_14may00.pdf](http://216.221.181.197/info/djimi_14may00.pdf). Consulté le:20/10/2013.

(4)- Shahed Amanullah, what can I Say? Money talks, Dow Jones Islamic Market Index – Islam America.htm, Feb8, 1999, [www.mpac.org/amila](http://www.mpac.org/amila), consulté le: 20/10/2013.

(5)- Shri'ah Supervisory Board. <http://www.Investaaa.com> . consulté le: 20/10/2013.

### 3- آلية بناء مؤشرات Dow Jones لسوق الأسهم الإسلامية:

يتم اختيار مكونات مؤشرات Dow Jones لسوق الأسهم الإسلامية على خطوتين:

الأولى: استبعاد أسهم الصناعات التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية، كصناعة الكحول والتبغ والمنتجات التي تتعلق بلحم الخنزير، وأعمال الخدمات المالية التقليدية مثل البنوك وشركات التأمين، وصناعة الأسلحة، كما استبعدت المجالات الترفيهية، وتُصنف بعض الشركات ضمن أنشطة الأعمال المستبعدة من المؤشر، إذا كانت تملك فروعاً تعمل في مجال هذه الأنشطة، أو تحصل على دخل منها بنسبة 5% من دخل عملياتها أو أكثر<sup>(1)</sup>.

الثانية: تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات التي تم اختيارها في الخطوة الأولى، وهنا تُستخد ثلاث نسب للمديونية، وتحدد لها حدود قصوى، يجب ألا تتعداها الشركة لكي تُقبل في المؤشر الإسلامي، وهي<sup>(2)</sup>:

- نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهراً) للقيمة الرأس مالية الجارية أقل من 33%.

- نسبة النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى المتوسط السنوي (12 شهراً) للقيمة الرأس مالية أقل من 33%.

- نسبة أوراق القبض (حسابات البيع الآجل) إلى الأصول الكلية أقل من 45%.

(1)- Dow Jones Islamic Indexes, <http://www.investaaa.com> . Consulté le : 25/11/2013.

(2)- Islamic Market Indexes, <http://www.djindexes.com> consulté le: 27/11/20103.

#### 4- المؤشر الإسلامي الماليزي ( Dow Jones - Rashid ) :

بدأ العمل بالمؤشر الإسلامي الماليزي عام 1992 من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، وهي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، ولكنه طُرح في 10 ماي 1996 رسمياً<sup>(1)</sup>، ومنذ شهر جانفي 1998، أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، والمرخص لها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية.

#### ثانيا- مؤشر كوالالمبور للشريعة:

صمم المؤشر الشرعي كوالالمبور لتلبية مطالب المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، حيث قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر المنعقد في 19 مارس 1998 بجواز التداول بمؤشر الأسهم (مؤشر كوالالمبور للشريعة)، طالما كان متوافقا مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وفي 17 أبريل 1999 طرح مؤشر كوالالمبور للشريعة<sup>(2)</sup>.

(1)- Saiful azhar rozly, Critical issues on islamic banking and finance market, kuala lampur: dinamas, 2005,p372.

(2)- the Malaysian islamic capital market, quick facts and glossary, kuala lampur, Securities commission, 2004,p16.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### ثالثاً- قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

يساعد قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها هذه الأخيرة، بالإضافة إلى الكشف عن نمط التغيرات التي تطرأ عليها.

#### 1- مؤشر القيمة السوقية:

يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

الجدول رقم (04-11): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)

السنة	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (بليون رينجت ماليزي)
2001	296
2002	289
2003	384
2004	448
2005	440
2006	548
2007	708
2008	425
2009	639
2010	803
2011	810

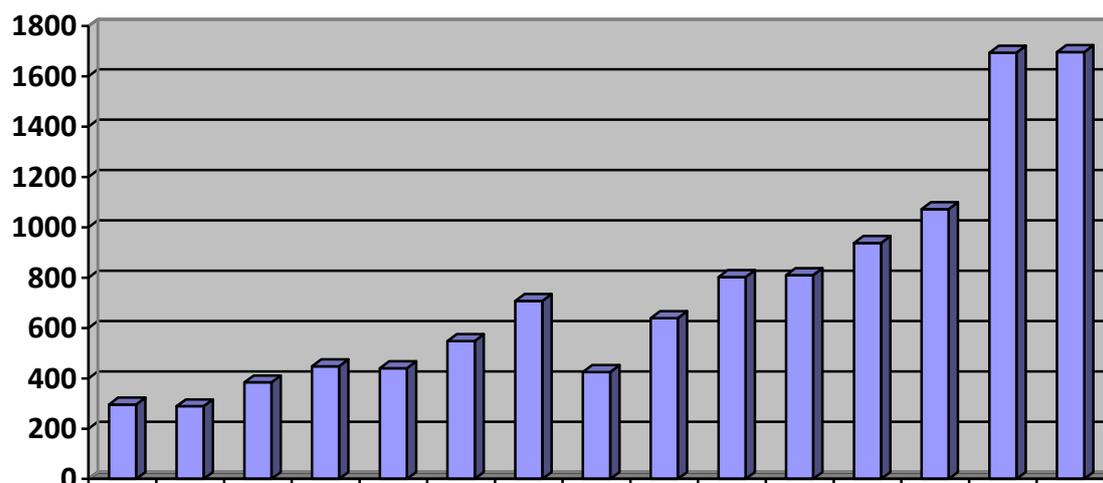
## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

938	2012
1072	2013
1694	2014
1697	2015

**Source:** Bursa Malaysia, Annual reports, (2004, p06), (2005, p52), (2007,p06), (2009, p08) (2012,p13) (2013, p12)

الشكل رقم (10-04): التمثيل البياني لتطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)



من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في تزايد مستمر بسبب زيادة عدد الشركات المدرجة في هذه السوق والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعتها اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية، حيث بلغ عدد هذه الشركات سنة 2015 حوالي 1697 شركة.

الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق  
مالية إسلامية دولية

2- مؤشر حجم التداول:

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، بالإضافة إلى أنه يعبر عن السيولة في هذه السوق.

الجدول رقم (04-12): تطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)

السنة	حجم الصكوك	قيمة الصكوك (بليون رنجت ماليزي)
2001	-	13.5
2002	34	17.6
2003	31	12
2004	49	15.16
2005	77	43.32
2006	64	42.02
2007	59	121.3
2008	47	43.2
2009	11	33.96
2010	21	40.33
2011	44	78.9
2012	41	71.1
2013	49	99.13

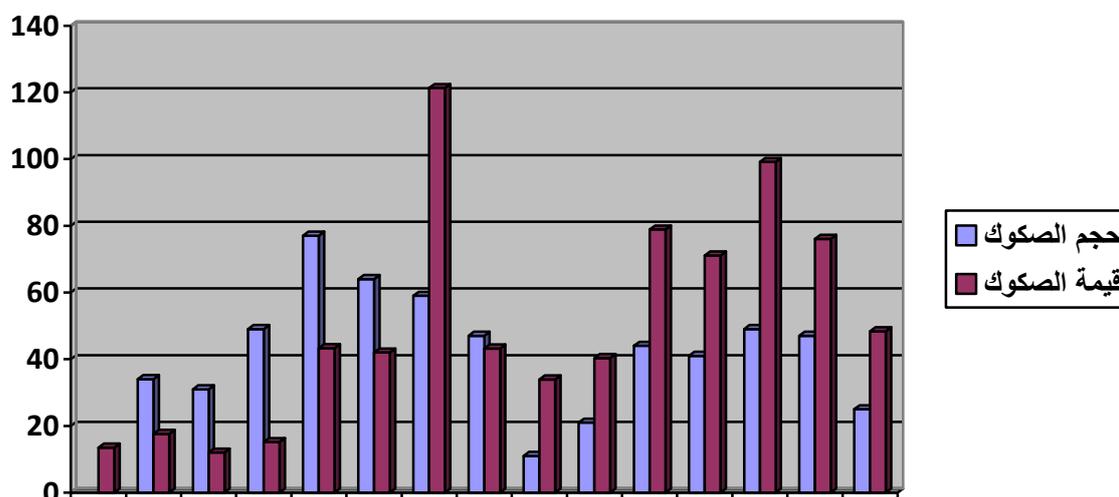
## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

76.07	47	2014
48.33	25	2015

**Source:** Securities Commission Malaysia, Annual reports, (2001, p01-45), (2002, p02-26), (2004,p02-43), (2005, p02-21), (2006, p06-45), (2007,p06-49), (2008, p06-55), (2009, p06-51), (2010, p06-54),(2011, p06-53), (2012, p06-53), (2013, p125),2014, 2015.

الشكل رقم (04-11): التمثيل البياني لتطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)



من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن حجم التداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عرف تطوراً خلال فترة الدراسة، والسبب راجع إلى ارتفاع قيمة الصكوك المتداولة، بالإضافة إلى ما قامت به الحكومة الماليزية من جهودات لتشجيع الإقبال على الصكوك في إطار التخطيط لجعل ماليزيا كمركز دولي للتمويل الإسلامي.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### 3- مؤشر معدل دوران الصكوك:

يعبر هذا المؤشر عن مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، لأنه يمثل قيمة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية.

الجدول رقم (04-13): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)

السنة	قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى القيمة السوقية (%)
2001	4.56
2002	6.09
2003	3.13
2004	3.38
2005	9.85
2006	7.67
2007	17.13
2008	10.16
2009	5.31
2010	5.02
2011	9.74
2012	7.58
2013	9.24

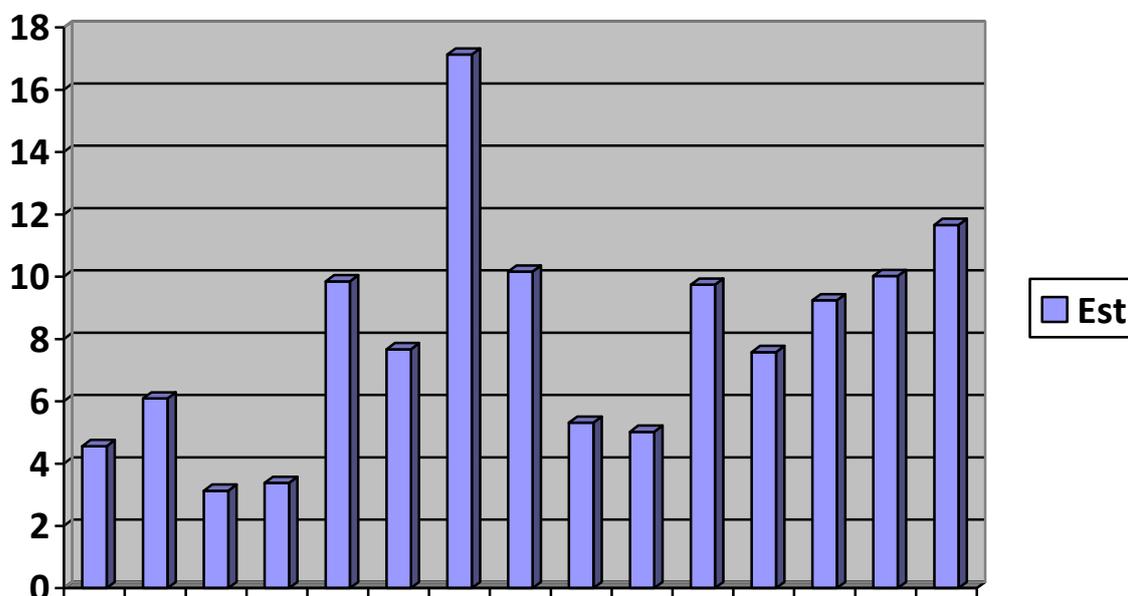
## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

10.02	2014
11.66	2015

**Source:** quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2001,2002,2003,2004,2005, 2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.

الشكل رقم (04-12): التمثيل البياني لتطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2001-2015)



من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن مؤشر معدل دوران الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2001-2007) حقق ارتفاعا ملحوظا، حيث بلغ 17.13% في سنة 2007، في حين كان يعادل 4.56% في سنة 2001.

أما خلال الفترة (2008-2015) فنلاحظ تذبذبا شديدا، وبالتالي يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر معدل دوران الصكوك.

### المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عن نظيرتها التقليدية، بوجود رقابة شرعية تحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه، وتساعد في تحقيق مزيد من الشفافية والمصداقية، ويسهر على هذا الدور الرقابي هيئة من الفقهاء والعلماء والخبراء يتمتعون بالاستقلالية والحياد، وتعتبر آراؤهم ملزمة وناظرة.

#### أولاً - ماهية الرقابة الشرعية:

تعتبر الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع إنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية، فهي تمثل إخضاع كافة معاملات، وأنشطة هذه الأسواق للرقابة، للتأكد من مطابقتها لأحكام، وقواعد الشريعة الإسلامية.

#### 1- مفهوم الرقابة الشرعية:

تعرف الرقابة الشرعية بأنها النظر في عمليات المؤسسات المالية، وقاية لها من المخالفات الشرعية، وقد بين معيار الضبط الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ماهية الرقابة الشرعية، وما تتضمنه من أعمال حيث نص على أن: "الرقابة الشرعية هي عبارة عن فحص مدى التزام المؤسسة بالشريعة في جميع أنشطتها، ويشمل ذلك فحص العقود والاتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات وعقود التأسيس والنظم الأساسية والقوائم المالية والتقارير، خاصة تقارير المراجعة الداخلية وتقارير عمليات التفتيش التي يقوم بها البنك المركزي"<sup>(1)</sup>.

ويمكن القول بأن الرقابة تتميز بثلاثة اتجاهات متكاملة، هي:

- الاتجاه الأول: يهتم بالجانب الوظيفي للرقابة، ويركز على الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، وفي الرقابة الشرعية الهدف هو التأكد من أن الأنشطة التي تقوم بها المؤسسات المالية لا تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية.

(1) - معيار الضبط الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين، معيار الرقابة الشرعية، ص 15.

- الاتجاه الثاني: يهتم بالرقابة من حيث كونها إجراءات، ويركز على الخطوات التي يتعين إجراؤها للقيام بعملية الرقابة، وذلك بما يصدر من فتاوى وقرارات وإرشادات.

- الاتجاه الثالث: يهتم بالأجهزة التي تقوم بالرقابة وتتولى المراجعة والفحص والمتابعة وجمع المعلومات، وتحليل النتائج، وتتولى هذه المهمة مجموعة من الهيئات المكلفة بالرقابة الشرعية.

## 2- دور الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تؤدي الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مهاماً عديدة لا غنى عنها، تتمثل في الآتي:

**2-1- الرقابة:** تتمثل في مراقبة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وإبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

**2-2- الاستشارة والمراجعة:** مساعدة الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها، كما أنها أيضاً مسؤولة عن تقديم النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية<sup>(1)</sup>.

**2-3- إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه جمهور المسلمين:** بهدف التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين<sup>(2)</sup>.

(1) - <http://www.sc.com> consulté le:18/04/2015.

(2) - Securities Commission of Malaysia, Annual Report,2009,p30.

### ثانيا- الهيئات المكلفة بالرقابة الشرعية ودورها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تسعى هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى إبداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الإسلامي المراد إصدارها، بما في ذلك نشرة الإصدار، والتحقق من استمرار التعامل في الأوراق المالية الإسلامية من الإصدار إلى الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

#### 1- هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هيئة الأوراق المالية الماليزية في 01 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>(1)</sup>.

يظهر دور هيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال الاستراتيجيات التي انتهجتها، حيث طرحت الهيئة خطة رئيسية، تضمنت تمييز سوق الأوراق المالية الإسلامية على أنها أحد المجالات المتخصصة، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على الآتي:

**1-1- تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق الأوراق المالية الإسلامية:** من أجل توفير سبيل فعال لمنتجات السوق المالية التقليدية، فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية يحتاج إلى تطوير مجموعة متنوعة من صكوك الأوراق المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار الأساسي، وزيادة رأس المال واحتياجات إدارة المخاطر للسوق، وفي هذه الحالة استخدمت هيئة الأوراق المالية طريقتين<sup>(2)</sup>:

- تحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق الأوراق المالية التقليدية والمقبولة من الناحية الشرعية، مع أن هذه الصكوك قد نشأت في سوق الأوراق المالية التقليدية، إلا أنه يمكن اعتمادها، بعد حذف العناصر المتعارضة والمتناقضة من دون التأثير على فائدة الصكوك ومنفعتيها.

(1)- [http://www.sc.com.my/eng/html/discussion/Role\\_MOF.Pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/discussion/Role_MOF.Pdf),p05 consulté le:21/05/2015.

(2)- Capital market masterplan executive summary, securities commission,2001,pp33-35.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

- إنشاء المنتج على أساس مختلف المفاهيم الإسلامية مثل: الإجارة، الاستصناع، المضاربة، المرابحة، القرض الحسن، والمشاركة.

**1-2- إنشاء سوق كفاً لفعالية تعبئة وتحريك رؤوس الأموال الإسلامية:** يجب على سوق الأوراق المالية الإسلامية الكفاء أن يكون ذو فعالية كافية لتلبية احتياجات الصيرفة الإسلامية المحلية والتكافل، إضافة إلى إدارة الاستثمار بقنوات استثمارية تنافسية لتسهيل تعبئة وتحريك رؤوس الأموال، لذلك فهناك حاجة للتدابير التالية<sup>(1)</sup>:

- تعزيز اتفاقية تحرير القيود على إدارة رؤوس الأموال من طرف المؤسسات الإسلامية للسماح بتنوع أكثر في المخاطر وعائدات أكثر تنافسية بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

- تحديد وتطوير قنوات جديدة وصكوك حديثة، والتي يمكن أن تستثمر فيها، وأن تحرك بواسطتها الممتلكات والموجودات الإسلامية بفعالية.

**1-3- ضمان وجود محاسبة وإطار تنظيمي بصفة مناسبة وشاملة:** ولتحقيق ذلك يجب أن يكون هناك:

- مجلس استشاري للشريعة، لتقديم المشورة حول المسائل المتعلقة بقضايا رؤوس الأموال، الصيرفة، والتكافل.

- تعزيز الإطار المحاسبي المرتبط بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

- مراجعات تنظيمية لتعزيز المعالجة القانونية والضريبية المناسبة للصفقات المالية الإسلامية.

**1-4- تعزيز وزيادة قيمة الإشراف والتقدير لسوق الأوراق المالية الإسلامية دولياً:** إن تعزيز قدرة

السوق لاستقطاب الأموال الدولية في السوق المحلية للمنتجات الإسلامية تستلزم الجهود الآتية:

- زيادة الوعي بسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على المستويات المحلية، والدولية.

<sup>(1)</sup> - مسعودة نصبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال "تجربة ماليزيا أنموذجاً"، مرجع سابق الذكر، ص 266.

- تسهيل العلاقات التآزرية مع أسواق إسلامية لتوسيع وتقوية قنوات التوزيع، وتعزيز النطاق لمساعي تعاونية مفيدة ومتبادلة.

**1-5- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية الإسلامية:** حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما يلي:

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار:

أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002<sup>(1)</sup>، والتي تقضي بضرورة تقديم المعلومات والإجراءات المعنية، وبالذات التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين، منها<sup>(2)</sup>:

البند رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية المعينة فيه، وقد تم تطبيق هذا البند في جانفي 2003.

البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق، فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة المتعلقة بالمعاملات فيها، وقد تم تطبيق هذا البند في جويلية 2002.

- التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية:

أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في جويلية 2004<sup>(3)</sup>، وتتضمن هذه التعليمات الإجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، بالإضافة إلى تعيين المستشار الشرعي المستقل، وبيان دوره في مجال الصكوك الإسلامية.

(1)- Securities Commission of Malaysia Annual report, 2004/2005, p p11-25.

(2)- Securities Commission of Malaysia Annual report, 2002, p22.

(3)- <http://www.sc.com> consulté le:05/06/2015.

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي:

تم إصدار تعليمات تتعلق بالاستثمار في العقارات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، في 21 نوفمبر 2005<sup>(1)</sup>، حيث تساهم هذه التعليمات في تسهيل التطور الإضافي في منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية لتصبح ماليزيا الدولة الرائدة في قطاع التمويل الإسلامي الدولي، ونموذجا لتطور الاستثمار العقاري الإسلامي على المستوى الدولي، وفتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين في الاستثمار في ماليزيا، حيث يمكن أن يستثمروا في مجال العقارات في ماليزيا بدون الحاجة للملكية المباشرة لتلك العقارات، وتم صياغة هذه التعليمات وفقا للمعايير الشرعية لتوجيه الشركات الإدارية في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الإسلامي.

## 2- قسم سوق رأس المال الإسلامي:

2-1- إنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي: تم إنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي سنة 1994 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، بصفته جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والأدوات المالية المتداولة فيها، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة.

## 2-2- المهام الأساسية لقسم سوق رأس المال الإسلامي:

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية، وبعض الأدوات التقليدية التي تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

- يعتبر مسؤولا مسؤولا كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية.

- تعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليصبح في الإمكان تنفيذها في هذه السوق، ومعاينة المخالفين للقوانين.

- دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

(1)- Securities Commission of Malaysia Annual report, 2005, p22.

### 3- اللجنة الاستشارية الشرعية:

**3-1- إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية:** قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 10 أكتوبر 1994 كلجنة غير رسمية ، وبحكم النجاح الذي حققته هذه اللجنة في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا سعت هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تحويل هذه اللجنة إلى لجنة رسمية ومنتظمة، لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 ماي 1996<sup>(1)</sup>.

**3-2- مهام اللجنة الاستشارية الشرعية:** تتلقى اللجنة الاستشارية الشرعية نتائج دراسة قسم سوق رأس المال الإسلامي لاتخاذ القرارات المتعلقة بمطابقة الأدوات المالية لمبادئ الشريعة الإسلامية.

### 3-3- دور اللجنة الاستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

لم يصل دور اللجنة الاستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية، بل انحصر دورها في اتجاهين أساسيين هما<sup>(2)</sup>:

- دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية: اتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة والمتداولة في سوق الأوراق المالية التقليدية، والتي لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال: الأسهم العادية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلات، لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

- تفعيل الأدوات المالية الشرعية: ويكون ذلك عن طريق تكييف الأدوات المالية الإسلامية، والتي لا تتداول في سوق الأوراق المالية التقليدية في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقلة أي سوق أوراق مالية إسلامية،

(1)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, Second print, October 2005, p4,5.

(2)- مسعودة نصبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال "تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق الذكر، ص275.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا كبيرا في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامية"، ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، المراجحة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها وتقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية.

### المبحث الرابع: السوق المالية الإسلامية الدولية كنواة لمؤسسات البنية التحتية للمعاملات المصرفية الإسلامية والصناعة المالية

تمثل السوق المالية الإسلامية الدولية بنية تحتية، وهي منظمة غير ربحية أنشئت لدعم رأس المال الإسلامي وسوق النقد في صناعة التمويل الإسلامي، بالإضافة إلى المساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية للإصدار والتداول.

### المطلب الأول: البحرين كمركز مالي إسلامي دولي

تعتبر مملكة البحرين من أكثر دول مجلس التعاون الخليجي تنوعا اقتصاديا، وقد بذلت الحكومة جهودا كبيرة لجذب المستثمرين الأجانب ومتابعة برامج الخصخصة المحدودة، لتحقيق هدف التنوع الاقتصادي لتقليل اعتماد البلد على النفط، والقطاعات الرئيسية الأخرى للاقتصاد البحريني تشمل القطاع المالي وقطاع الإنشاءات، وتركز البحرين على قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية، حيث تتنافس على نطاق دولي مع ماليزيا، والقطاع المصرفي في بقية أنحاء العالم، ومن خلال تطور اتصالاتها ووسائل نقلها أصبحت البحرين موطن العديد من الشركات المتعددة الجنسيات والتي لديها أعمال في الخليج ، وكجزء من هذه الجهود قامت البحرين بتنفيذ اتفاق التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية في أوت 2006 كأول اتفاقية للتجارة الحرة بين الولايات المتحدة الأمريكية ودولة خليجية، وتركز الاستراتيجية الاقتصادية للحكومة على تقوية الوضع البحريني كمحور للخدمات الحرة لمنطقة الخليج، ويعتمد الازدهار المستقبلي لدولة البحرين بدرجة كبيرة على قدرتها في تطوير قطاعات مثل التمويل، حيث يتميز الهيكل التنظيمي والمالي لدولة البحرين بتشجيع الشركات

الأجنبية التجارية والمالية لاتخاذ البحرين قاعدة انطلاق لأنشطتها، وقد لعبت السمعة الجيدة لمؤسسة النقد البحرينية كمنظم للصناعات المالية دوراً أساسياً في تطوير البحرين كأهم مركز مالي خليجي.

#### أولاً- التعريف بمملكة البحرين :

البحرين دولة عربية إسلامية مستقلة تقوم على أرخبيل من الجزر، يقع ضمن نطاق المياه الضحلة في الخليج العربي، وبالتالي فإن حدودها تشرف من جميع الجهات على واجهات مائية، يصل طول الحدود الإجمالي إلى حوالي 161 كلم، ويمتد خط الحدود الدولية إلى الشرق من جزر حوار التي هي جزء من الأرض البحرينية ليفصل بين دولة البحرين من جهة ودولة قطر من جهة أخرى، أما في الغرب والجنوب فقد جرى ترسيم الحدود بين دولة البحرين والمملكة العربية السعودية بموجب اتفاقية وقعت عام 1958 .

#### ثانياً- متغيرات الاقتصاد الكلي في البحرين:

يتميز الاقتصاد البحريني بأنه اقتصاد مفتوح، لأنه صنف حسب مؤشر الحرية الاقتصادية لسنة 2011 الاقتصاد الأكثر حرية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وفي عام 2014 احتل المرتبة الثالث عشر عالمياً، حيث استثمر بكثافة في قطاعات البنوك لدرجة أن عاصمة البحرين أصبحت موطناً لكثير من الهياكل المالية الكبيرة، فصناعة التمويل في البحرين ناجحة جداً، ففي عام 2008 كانت البحرين المركز المالي الأسرع نمواً في العالم من حيث مؤشر المراكز المالية العالمية في لندن.

يعتبر النفط والغاز الطبيعي المصدران الطبيعيان الهامان الوحيدان في البحرين، يسيطران على الاقتصاد ويزودونه بحوالي 60% من العائدات، لذلك أرادت حكومة البحرين أن تُنوع الاقتصاد لتقلل الاعتماد على المصدرين السابقين، فقامت بالتوسع في الصناعات الثقيلة والمصرفية والسياحة، حيث تعتبر البحرين المحور المصرفي الرئيسي في الخليج، ومركز للتمويل الإسلامي، وقد استفادت البحرين من ازدهار النفط عام 2001 بالنمو الاقتصادي، ونجحت في جذب الاستثمار من الدول الخليجية الأخرى جزئياً لئیسهم الاستثمار في تطوير البنى التحتية والمشاريع الأخرى لتحسين مستوى المعيشة، بالإضافة إلى الاهتمام بصناعات أخرى كالألومنيوم والمصانع ذات العلاقة به، أما بالنسبة لقطاع التكنولوجيا فقد حققت البحرين تطوراً ملحوظاً في مجال

تكنولوجيا المعلومات، ونظرا لكثرة المعالم السياحية التي يعود أصلها للحضارات القديمة، بالإضافة إلى كثرة الأسواق الشعبية وأسواق الذهب، فقد ازدهرت السياحة في البحرين.

### المطلب الثاني: ظروف نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية

تشكل حاجة المؤسسات المالية الإسلامية إلى السيولة، وإلى بدائل استثمارية جديدة، دافعا قويا لإنشاء سوق مالية إسلامية دولية.

### أولاً- البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية الدولية:

#### 1- البنك الإسلامي للتنمية:

أنشئ البنك الإسلامي للتنمية من قبل المؤتمر الأول لوزراء الدول الإسلامية الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي في جدة عام 1973، وقد بدأ البنك أعماله رسميا عام 1975.

#### 1-1- أهداف البنك الإسلامي للتنمية:

يهدف البنك الإسلامي للتنمية إلى دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي في الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال تمويل المشاريع، والبرامج المنتجة في القطاعين العام والخاص في الدول الأعضاء، فهو يمول مشاريع التنمية في الدول الأعضاء عن طريق عدد من أشكال التمويل المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كالقروض والإجارة والبيع لأجل والمساهمة في رأس المال واعتمادات التمويل وغيرها، كما يقوم بتنمية التجارة بين الدول الأعضاء عن طريق برامج تمويل التجارة، كعمليات تمويل تجارة الواردات، وبرنامج تمويل الصادرات ومحفظة البنوك الإسلامية وصندوق حصص الاستثمار وغيرها، كما يقوم بإجراء الدراسات والبحوث الشرعية في الاقتصاد الإسلامي والمعاملات البنكية الإسلامية عن طريق الصناديق الخاصة التي تنشأ لهذا الغرض.

## 1-2- عضوية البنك الإسلامي للتنمية:

جميع الدول الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي مؤهلة للانضمام إلى عضوية البنك، ويصل عدد الدول الأعضاء في البنك إلى 53 دولة، وعلى الدول الراغبة في الانضمام إلى البنك الاككتاب بحد أدنى مقداره 250 سهما، والقيمة الإسمية للسهم الواحد 10000 دينار.

## 2- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

أنشئت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عام 1990 بهدف السعي نحو تطوير فكر المحاسبة والمراجعة في المجالات المصرفية ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية، وقامت هذه الهيئة بإنشاء المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لمعالجة الفتاوى التي تصدرها هيئات الرقابة الشرعية المختلفة بدلا من اللجنة الشرعية التي كان منوطا بها القيام بالجوانب الشرعية المتعلقة بعمل الهيئة.

## 2-1- مهام المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

من أهم المهام المنوط بالمجلس الشرعي هي إصدار المعايير الشرعية فيما يتعلق بالآتي:

- صيغة الاستثمار والتمويل، وقد صدر بعضها سابقا باسم المتطلبات الشرعية لصيغ الاستثمار والتمويل، مثل: المراجعة، الإجارة، والاستصناع.
- بعض العقود المستجدة، مثل: عقود الصيانة، وعقود الامتياز.
- بعض الخدمات المصرفية، مثل: بطاقات الائتمان، والحسم الآجل.
- قضايا تمثل مبادئ شرعية أساسية، مثل: المدين المماطل، وتحول البنك التقليدي إلى بنك إسلامي.
- أدوات مساعدة لصيغ الاستثمار والتمويل، مثل: الضمانات، والمقاصة.

## 2-2- الأدوات الإسلامية الأساسية المعمول بها في المعايير التي ناقشتها الهيئة:

- المراجعة: هي البيع بمثل رأس مال المبيع مع زيادة ربح معلوم.
- المضاربة: هي شركة في الربح بين المال والعمل، تنعقد بين أصحاب حسابات الاستثمار (أرباب المال)، والمصرف (المضارب) الذي يعلن القبول العام لتلك الأموال للقيام باستثمارها، واقتسام الربح حسب الاتفاق، وتحميل الخسارة لرب المال، إلا في حالات تعدي المصرف (المضارب) أو تقصيره أو مخالفته للشروط، فإنه يتحمل ما نشأ بسببها، وهذه المضاربة غير المضاربات التقليدية التي يراد بها المغامرة والمجازفة في عمليات البيع والشراء.
- المشاركة: هي تقديم المصرف والعميل المال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم، بحيث يصبح كل واحد منهما ممتلكا حصة في رأس المال بصفة ثابتة أو متناقصة ومستحقا لنصيبه من الأرباح، وتقسم الخسارة على قدر حصة كل شريك في رأس المال، ولا يصح اشتراط خلاف ذلك.
- السلم: هو شراء آجل في الذمة بثمن حاضر، وبشروط خاصة، أو بيع آجل بعاجل.
- الإجارة: هي تمليك منفعة بعوض، وتنقسم إلى إجارة تشغيلية وإجارة منتهية بالتمليك.
- الاستصناع: هو عقد بيع بين المستصنع (المشترى) والصانع (البائع)، بحيث يقوم الثاني (بناء على طلب من الأول) بصناعة سلعة موصوفة (المصنوع) أو الحصول عليه عند أجل التسليم على أن تكون مادة الصنع و/أو تكلفة العمل من الصانع، وذلك في مقابل الثمن الذي يتفقان عليه، وعلى كيفية سداده حالا، أو مقسطا أو مؤجلا.
- الصكوك:
- صكوك المقارضة (المضاربة): هي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال القراض (المضارب) على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، فالمالكون لهذه الصكوك هم أرباب المال.

- صكوك المشاركة: هي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة، إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل هذه الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يلجأ إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

- صكوك الإجارة: تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر أو في منفعة عقار، تعطي صاحبها حق التملك والحصول على الأجرة والتصرف في ملكه، بما لا يضر بحقوق المستأجر، أي أنها قابلة للبيع والتداول، ويتحمل حامل الصك ما يترتب على المالك من تبعات تتعلق بالعقار كالصيانة والتلف.

- صكوك السلم أو الاستصناع: هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بضمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، وصكوك الاستصناع مثل صكوك السلم إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

### 3- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:

يقوم المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بوضع معايير للمؤسسات المالية الإسلامية لضمان التزام تلك المؤسسات بأحكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى منح شهادات الجودة للمنتجات المالية الإسلامية.

**3-1- نشأة المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:** تأسس المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في كوالالمبور بتظافر جهود كل من ماليزيا، إندونيسيا، البحرين، السعودية، إيران، السودان، الكويت، وباكستان، مقره الرئيسي في دولة البحرين، وقد حصل المجلس العام على الترخيص للعمل في البحرين بموجب مرسوم أميري صدر في ماي 2001، مما أعطى المجلس الدعم الذي يستحقه ليمثل الصناعة المصرفية والمالية الإسلامية في العالم.

### 3-2- أهداف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:

- التعريف بالخدمات المالية الإسلامية، ونشر المفاهيم والقواعد والأحكام المتعلقة بها، والعمل على تنمية وتطوير الصناعة المالية الإسلامية.
- تعزيز التعاون بين أعضاء المجلس والمؤسسات المشابهة في المجالات التي تخدم الأهداف المشتركة بالوسائل المتاحة.
- العمل على توفير المعلومات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئات الإسلامية ذات الصلة.
- العمل على رعاية مصالح الأعضاء ومواجهة الصعوبات والتحديات المشتركة وتعزيز التعاون فيما بين الأعضاء بعضهم مع بعض، وبين الأعضاء والجهات الأخرى، وعلى وجه الخصوص الجهات الرقابية.

### 4- مركز إدارة السيولة المالية:

تعتبر مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية، وصعوبة تحقيق الموازنة بين موارد واستخدامات هذه الأخيرة، حافزا هاما لإنشاء مركز إدارة السيولة.

### 4-1- نشأة مركز إدارة السيولة المالية:

مركز إدارة السيولة المالية هو شركة مساهمة بحرينية تأسست عام 2002، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي، تهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام صكوك الاستثمار.

### 4-2- مساهمات مركز إدارة السيولة المالية:

أطلق مركز إدارة السيولة المالية في البحرين في 01 أكتوبر 2005 موقعه على شبكة الأنترنت، الذي يعنى بتسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك، وذلك للمساهمة في تأسيس سوق ثانوية نشطة خاصة بالصكوك، والمساهمة في تطوير قطاع الصيرفة الإسلامية بغية تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

يساعد مركز إدارة السيولة المالية البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوكها، كما فعل بنك الاستثمار الإسلامي الأول بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية بقيمة 75 مليون يورو، حيث أن الاكتتاب في الصكوك فاق التوقعات بحكم أنها صكوكا إسلامية توافق مبادئ الشريعة الإسلامية.

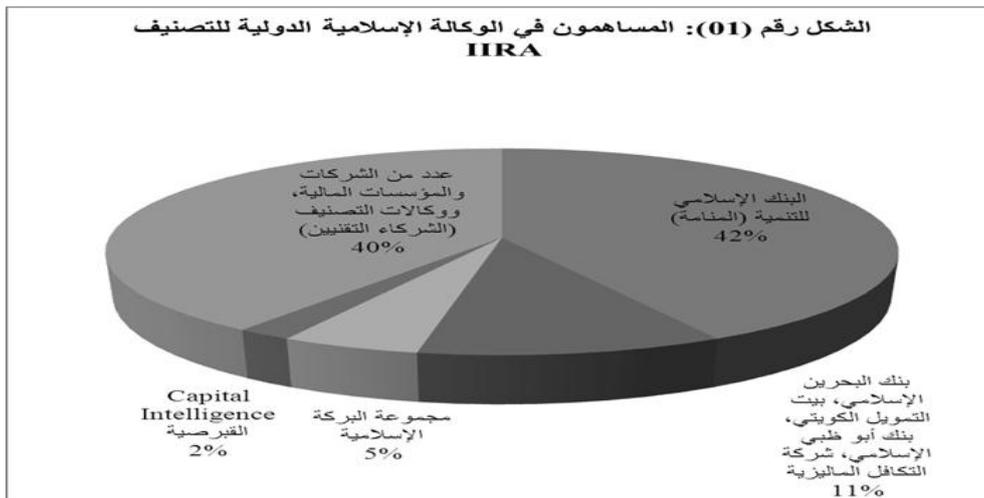
#### 5- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

يرتكز عمل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على حقيقة مفادها، أن عدم وجود الغموض هو حجر الأساس في الخدمات المالية الإسلامية، والتصنيفات تحقق ذلك عن طريق تحسين الشفافية في الأسواق، بالإضافة إلى قيمة التصنيفات في جعل الأنظمة المالية أكثر كفاءة.

#### 5-1- نشأة الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA :

تأسست الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف كشركة مساهمة مقرها مملكة البحرين، برأسمال مصرح به قدره 10 ملايين دولار بدعوة من البنك الإسلامي للتنمية في المنامة عام 2000، ويمكن توضيح نسبة المساهمات في الوكالة من خلال الشكل الآتي :

#### الشكل رقم (04-13): المساهمون في الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الرسمي للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

فيما يتعلق بالشركاء التقنيين نجد:

أ/ وكالة التصنيف الماليزية MARC: هي وكالة تصنيف ائتماني محلي في ماليزيا، تأسست عام 1995 من قبل شركات التأمين على الحياة، شركات التأمين العامة، وسطاء الأوراق المالية، وبنوك الاستثمار في ماليزيا، وتمتلك الوكالة عدة تصنيفات سائدة في مجالات ديون الشركات، ديون تمويل المشاريع، والصكوك المنظمة.

ب/ شركة التصنيف الائتماني المحدودة JCR - VIS : تأسست هذه الوكالة بفضل دعم وكالة اليابان للتصنيف الائتماني المحدود، لأن JCR هي وكالة التصنيف الرئيسية في اليابان و VIS خدمات المعلومات الحيوية المحدودة ( الخاصة ) بنك المعلومات ومنظمة الأبحاث المالية في باكستان، وتمتلك الوكالة تصنيفات سائدة في جميع المجالات الرئيسية، بما في ذلك الخدمات المصرفية والتكافل، إدارة الأصول وديون الشركات، إصدارات الصكوك الرئيسية.

### 5-2- أنواع التصنيفات الصادرة عن الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA :

يعكس تصنيف المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها اهتمام المتعاملين بجانبيين هما: الالتزام الشرعي، والملاءة المالية، وظهور مؤسسات تهتم بهذا التصنيف يدل على وصول الصناعة المالية الإسلامية إلى مرحلة متقدمة وإدراك المؤسسات المالية الإسلامية والقائمين عليها بضرورة الاهتمام بالجودة والإتقان والالتزام بالأسس الشرعية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA أثبتت هذا التقدم وذلك بما توفره من تصنيفات على المستوى المحلي والدولي، فهي تقدم تصنيف ائتماني لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للمؤسسات المالية أو منتجاتها، إضافة إلى تقديم تصنيف شرعي لإيضاح مدى توافق المؤسسات المالية أو منتجاتها مع المتطلبات الشرعية والتزامها بتوجيهات هيئتها الشرعية.

أ/ التصنيف الائتماني:

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عملية تهدف إلى توفير المعلومات، والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية أو جودة المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمان بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

وبالتالي فالتصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي رسمي يصدر عن وكالة متخصصة في تحديد التصنيفات الائتمانية حول الجدارة لأحد الكيانات الذي يمكن أن يكون حكومة أو وكالة حكومية أو مؤسسة مالية أو شركة كبرى، وتشكل التصنيفات الائتمانية أساسا للمقارنة بين المخاطرة الائتمانية المرتبطة بإحدى المؤسسات والمخاطرة المرتبطة بمؤسسات أخرى، حيث تقوم وكالة التصنيف الائتماني بإعادة تقييم التصنيف الائتماني الذي منحه لإصدار معين عندما تتغير الظروف.

ب/ التصنيف الشرعي:

يختلف التصنيف الشرعي عن التصنيف الائتماني، في كون هذا الأخير يمنح المؤسسة درجة بالنظر إلى جودة الأصول التي تمتلكها من حيث قوة الضمانات التي تستند إليها، ومدى القدرة على تسليمها، ويكون على درجات، في حين أن التصنيف الشرعي يكون على درجات أيضا، لكن هذه الدرجات لا تعكس معايير ائتمانية، وإنما تعكس معايير شرعية.

تهدف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف من خلال التصنيف الشرعي إلى:

- تصنيف الكيانات العامة والخاصة.
- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن خسائر الكيان المصنف المحتملة مستقبلا.
- إجراء تقييم مستقل عن مدى اتفاق الكيان أو الأداة المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- بث البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير سوق رأس المال الإسلامية.
- إدراج معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية.
- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية.
- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية الإسلامية بما يضمن القوة والشفافية على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية، وتمكينها من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها.
- تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي.

## 6- مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

يعتبر مجلس الخدمات المالية الإسلامية هيئة إسلامية دولية، تم إنشاؤها من قبل مجموعة من البنوك المركزية في الدول الأعضاء، إضافة إلى البنك الإسلامي والبنك الدولي وعدد من المؤسسات المالية الدولية كأعضاء مشاركين، مقره كوالالمبور، وقد تم افتتاحه في 01 نوفمبر 2002، ويهدف مجلس الخدمات المالية الإسلامية إلى تحقيق الآتي:

- دعم تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية الاحترازية من خلال إدخال معايير دولية جديدة، أو تبني الموجود منها بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- تأمين الإرشاد في الإشراف والتنظيم الفعال للمؤسسات المقدمة للمنتجات المالية الإسلامية، وتطوير معايير صناعة الخدمات المالية الإسلامية فيما يخص التعريف والقياس، والإفصاح عن المخاطر، مع الأخذ بالاعتبار المعايير الدولية فيما يتعلق بالتقييم وحساب الدخل والإنفاق والإفصاح.
- التواصل والتعاون مع منظمات ضبط المعايير الحالية ذات الصلة بثبات وقبول النقد الدولي والأنظمة المالية، وكذلك مع المنظمات الخاصة بالدول الأعضاء.
- دعم وتنسيق المبادرات لتطوير الأدوات والإجراءات للتشغيل الفعال وإدارة المخاطر.
- تشجيع التشارك بين الدول الأعضاء في تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية.
- تسهيل التدريب، وتطوير المهارات الشخصية في المناطق ذات الصلة بالتنظيم الفعال لصناعة الخدمات المالية الإسلامية والأسواق التابعة لها.
- الالتزام بالقيام بالأبحاث ونشر الدراسات عن صناعة الخدمات المالية الإسلامية.

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

#### ثانيا- تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية:

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية، حيث وقعت البحرين اتفاقية عام 2001 مع ماليزيا وإندونيسيا والسودان وبنك التنمية الإسلامي (مقره المملكة العربية السعودية) لإنشاء هذه السوق.

وفي عام 2002 صدر مرسوم ملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2002 بشأن تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية كشخصية اعتبارية في 11 أوت 2002، مقرها في المنامة (عاصمة مملكة البحرين)، وهي ليست سوقا بالمعنى المكاني، ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، وقد تعددت تسميات هذه السوق، منها سوق ماليزيا والبحرين، الجهاز الإداري الذي يهتم بإدارة الصكوك الإسلامية والإشراف عليها، السوق المالية الإسلامية الدولية.

وتتكون إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجتين أساسيتين هما: اللجنة الشرعية التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد، وتهتم بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي.

#### ثالثا- أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية :

تظم السوق المالية الإسلامية الدولية أعضاء مؤسسون، أعضاء كاملي العضوية، ومنهم أعضاء فقط، إضافة إلى مراقبين، ويمكن ذكر هؤلاء الأعضاء في الجدول الآتي:

الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

مالية إسلامية دولية

الجدول رقم (04-14): أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية

الدولة	العضو
المملكة العربية السعودية	Islamic Development Bank
البحرين	Bahrin Monetary Agency
ماليزيا	Bank Negara (managed by labuan Offshore Financial Services)
السودان	Bank Of Sudan
أندونيسيا	Bank Indonesia
البحرين	Shamil Bank
ماليزيا	Bank Islam Malaysia Berhad
السودان	El-Nilein Industrial Development
أندونيسيا	Bank Muamalat
U.A.E	Abu Dhabi Islamic
الكويت	Kuwait Finance House
البحرين	Citi Islamic Investment Bank E.C
الأردن	Jordan Islamic Bank
ماليزيا	Bank Kerjasama Bakyat Malaysia Berhad
ماليزيا	Malaysia Rating Corporation Berhad

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

U.A.E	U.A.E Securities
المغرب	Islamic Center For Development of trade
البحرين	Kuwait Finance House
ماليزيا	Amanah Short Deposits
بن قلاذاش	Islamic Bank Bangladesh limited
البحرين	Ahli United Bank
U.K	United kingdom
البحرين	Ernst & young

Source: <http://www.iifm.net>, consulté le: 12/03/2014

وهناك جهود لجذب كل المؤسسات ذات العلاقة، خصوصا المؤسسات المالية الإسلامية المهمة بمسائل تطوير سوق الأوراق المالية، لأن الخبرة التي يتمتع بها أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية تمثل رصيذا يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية الاستفادة منها لتحقيق أهدافها في تطوير سوق المال الإسلامية، خاصة وأن أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية يعملون على تطبيق معايير قانونية عالية من اجل سوق متوازنة وفاعلة.

#### رابعاً: خدمات ومبادرات السوق المالية الدولية الإسلامية

تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون طرفاً فاعلاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية، فالطلب المتزايد على الأدوات المالية الإسلامية وبرامج الخصخصة في عدد من الدول الإسلامية، والتطور التكنولوجي المتزايد إنما هو بعض ملامح عولمة سوق رأس المال.

**1- أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية:** ركزت السوق المالية الإسلامية الدولية على النشاطات والأهداف الآتية:

- توحيد معايير العقود، وتطوير الأدوات المالية، بالإضافة إلى التطوير المؤسسي للعمل المصرفي، ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية بإيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل لمواجهة التحديات التي تقف أمام تنمية سوق رأس المال الإسلامية، خاصة وانها ستركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية هذه السوق، ومن أجل ذلك تسعى إلى الدخول في تحالفات مع المؤسسات العالمية الفاعلة في مجال رأس المال.

- تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية لأن تكون طرفاً فاعلاً في عمليات الإدراج المتبادلة، بعدما أثبتت البنوك الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وفي كونها آلية لجمع المدخرات لأن الكثير من المستثمرين والعملاء يرغبون في التعامل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

- تقوية الترابط والتكامل بين المراكز المالية الإسلامية لتؤسس وتطور وتروج لسوق مالية ثانوية تتعامل بالمنتجات والوسائل المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

## 2- وظائف السوق المالية الإسلامية الدولية:

- تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجارييتين، المحلية والدولية.
- ابتكار منتجات، وتدفق المعلومات بقوة، وبمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.
- تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات السوق .

### خامسا- أدلة نجاح السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين:

- من خلال أنشطة السوق المالية الإسلامية الدولية، وتطورها المستمر في عالم الصكوك والتعاون الدولي في هذا المجال، فقد حققت نجاحا، والدليل على ذلك ما يلي:
- النجاح في إقامة الإطار القانوني والتشريعي والإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق وإدارتها، وقد نجحت في ذلك فعلا، وكذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالميا.
  - النجاح في ترويج المنتجات المالية الإسلامية مثل الصكوك، هذا وقد قامت هذه السوق بوضع منهاج التجارة الإسلامية في أسواق رأس المال، ودراسة جدوى بشأن نظام إدارة سوق المال في المراحل النهائية.
  - قوة واتساع العلاقات التي تقيمها مع المؤسسات الأجنبية، ومع غيرها من المؤسسات، ومن أمثلة ذلك اتساع علاقاتها مع بنك الاستثمار الأوروبي في المملكة المتحدة، والاتفاقية التي أبرمتها مع اتحاد سوق رأس المال الدولي ومقره لندن، وتوقيع مذكرة تفاهم لتسهيل العمل المشترك لتطوير الأسواق المالية الإسلامية الدولية، وذلك في لندن في 30-31 جانفي 2007.
  - ارتفاعها بالعمل المصرفي والنشاط المالي الإسلامي واهتمامها بالأسواق المالية الناشئة.
  - إيجاد وسائل تمويل ومنتجات إسلامية جديدة مثلا: يشمل عمل السوق المالية الإسلامية الدولية على ابتكار منتجات مالية إسلامية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعمل على تنظيم سوق الصكوك الإسلامية، وتسعى إلى الاتفاق مع التحالف الدولي لصكوك المقايضة، وإبرام اتفاق رئيسي لتمويل

## الفصل الرابع التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق

### مالية إسلامية دولية

---

الخزانة بالمراجعة، وكذلك تعمل على تعزيز وتوحيد المعايير الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية والعقود، وتطوير البنية التحتية والمشاريع المماثلة.

- تقود السوق المالية الإسلامية الدولية مبادرات التنمية من أجل الاتفاق على:

- إطار التحوط الإسلامي.

- الاتفاق الرئيسي لمراجعة الخزانة.

- تطوير الأسواق الأولية والثانوية، مع التركيز على قضايا الإصدار الأولي والثانوي مثل: إمكانية تطوير اتفاقات إعادة الشراء الإسلامية.

- مشروع النظام الإسلامي والبنية التحتية، واقتراح صناديق الاستثمار ومشروع تطوير سوق النقد الإسلامية.

- تحفيز ودعم تطوير أسواق النقد ورأس المال الإسلامية.

### خلاصة الفصل الرابع:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا للآتي:

- ✓ يعتبر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وما ساعد على ذلك هو وجوده في مناخ يتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية الدولية.
- ✓ شهدت السوق المالية الإسلامية نمواً ذو أبعاد دولية شملت إنشاء مجالس وهيئات مالية ونقدية لها أبعاد دولية، ومن ذلك مجلس الخدمات المالية الإسلامية وفتح فروع لبنوك دولية إسلامية.
- ✓ يعمل البنك المركزي الماليزي على تعزيز الإطار الشرعي من خلال إشرافه على تقييم مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة الإسلامية، والتأكد من قيام اللجان الشرعية بدورها بصورة فاعلة.
- ✓ تعتبر البحرين مركزاً مالياً دولياً إسلامياً يساهم في دعم مسيرة تطوير الأسواق المالية الإسلامية بالمصادقة الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وإيجاد أحدث البدائل الاستثمارية.

خاتمة

## خاتمة:

قامت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدية في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، الشركات الخاصة ، وجمهور المستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، لذلك قامت الحكومة الماليزية بأسلمت سوق الأوراق المالية وجعلها تتماشى ومبادئ الشريعة الإسلامية من خلال وضع أدوات مالية جديدة في مقدمتها الصكوك الإسلامية التي حلت محل الأدوات المالية التقليدية، وتدعيما لعمل هذه السوق ركزت السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين على توحيد صيغ العقود والمنتجات المالية الإسلامية المتعلقة بقطاعات سوق رأس المال وتمويل الشركات، وتمويل التجارة الدولية، وقد تمكنت من توحيد معايير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى أنه خلال عام 2016 تمكنت السوق المالية الإسلامية الدولية من نشر معيار منتج حماية من تقلبات أسعار الصرف، وذلك لتوفير إمكانية التخفيف من مخاطر العملات ومخاطر التدفقات النقدية للمؤسسات المالية الإسلامية.

## نتائج الدراسة: من خلال هذه الدراسة توصلنا للنتائج الآتية:

✓ تنبع أهمية إقامة سوق أوراق مالية في أي اقتصاد من خلال الأدوار التي تؤديها على مستوى الاقتصاد الوطني، ومن أهمها تحقيق السيولة، فوجود سوق أوراق مالية ذات كفاءة وفاعلية يسهل عملية تحويل الموارد الحقيقية من أوراق مالية إلى نقدية أو العكس، أي أن وجود سوق فعالة للأوراق المالية يؤدي إلى توفير سيولة مرتفعة للأصول المالية، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل، وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشاريع الاقتصادية المختلفة، وبالتالي فوجود سوق نظامية ومتطورة للأوراق المالية تحت إشراف الدولة سيساعد في عملية جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

✓ يجوز إصدار الأسهم العادية إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، ويحرم إصدار الأسهم الممتازة ذات الأولوية في الأرباح، وذات الأولوية في أموال الشركة عند تصفيتها، وفي المقابل لا يجوز إصدار وتداول السندات وذلك أن لفظ التداول يفيد معنى الاستمرار وتناقل السند من مستثمر إلى آخر مرفقا بفوائد ربوية، وهذا يعني أن مشتري السند يظل دائما للشركة المصدرة، ويتقاضى على دينه فوائد ربوية، بالإضافة إلى أن كل من عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات غير جائزة شرعا، لاشتمالها على الغرر، القمار، بيع الانسان ما لا يملك، ناهيك عن كونها سببا قويا لحدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2007.

✓ بالرغم من توفر العديد من الأدوات المالية الإسلامية التي تمثل مختلف صيغ التمويل المعروفة في الاقتصاد الإسلامي، إلا أن البنوك الإسلامية تركز في معاملاتها على الأدوات القصيرة الأجل منها.

✓ إن عدم توفر سوق مالية إسلامية ثانوية هو الذي يعوق البنوك الإسلامية عن إحداث التنوع المشار إليه سابقا، وإن وجدت بعض التجارب لهذه السوق فإنها تبقى محدودة جدا وغير كافية.

✓ تعتبر الشبهات التي تعتري معظم الأدوات المالية المتوفرة في أسواق الأوراق المالية التقليدية ومختلف عملياتها دافعا للتفكير في إيجاد سوق مالية تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى إلحاح مجموعة العمل العشرين في كل قمة تنعقد لها ( في عام 2008 في واشنطن، وفي عام 2015 في تركيا) على ضرورة تقوية مبادئ الشفافية والمسؤولية التي تعبر بطريقة غير مباشرة عن مبادئ الشريعة الإسلامية.

✓ توفر الصكوك إمكانية كبيرة للنمو في سوق الأوراق المالية الإسلامية المهمة للتطوير المستدام لصناعة التمويل الإسلامي، وقد جذب ظهورها عددا كبيرا من المستثمرين من كل أنحاء العالم، لأنها تنشئ إطارا لمشاركة عدد كبير من المستثمرين في تمويل المشاريع في القطاعين العام والخاص، بما فيها البنية التحتية، ويمكن إصدار العديد من الصكوك ذات الأهداف المحددة على أساس مختلف الطرق، مع مراعاة قواعد الشريعة الإسلامية ذات الصلة، ويتوقف عائدها على الدخل الذي تحققه

الأصول أو المشاريع التي تقوم عليها، بالإضافة إلى أن إصدار الصكوك يتطلب الآتي: قوانين ملائمة لحماية مصالح المستثمرين والمصدرين، معايير محاسبية ملائمة، دراسة السوق المستهدفة، مراقبة العقود، التدفق الملائم للبيانات المالية إلى المستثمرين وتقديم خدمة ذات جودة قياسية إلى العملاء.

✓ تتطلب عملية إنشاء سوق أوراق مالية تخضع في عملها لمبادئ الشريعة الإسلامية إلى توفر مجموعة من الشروط، أولها الشروط الشرعية التي يعتمد تحديدها على أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة الإسلامية، ثانيها الشروط الفنية التي تتضمن كل الإجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأوراق المالية، وثالثها الشروط المهنية التي تتمثل في الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأداة المتداولة والجهة المصدرة لها.

✓ هناك اختلاف بين عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية نظرياً، وبين عملها على أرض الواقع، وسبب هذا الاختلاف يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق، بالإضافة إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات.

✓ السوق المالية في ماليزيا والبحرين قد قامت بعمل مهم، ونشاط مستمر في تنظيم عمل سوق رأس المال الإسلامية، وفي تنظيم سوق الصكوك الإسلامية من خلال محاولة ابتكار وسائل استثمار جديدة في شكل منتجات الريبو (إعادة الشراء)، وفي الاتفاقيات الدولية من أجل توحيد المعايير الخاصة بتعزيز وتوحيد الأدوات المالية الإسلامية.

التوصيات: على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم المقترحات والتوصيات الآتية:

- ضرورة البعد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية.
- الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة المالية العالمية لعام 2007.
- ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية الشاملة التي تضع هيكلها السوق المالية الإسلامية الدولية (بمشاركة شركة ذات هدف محدد)، بهدف تعزيز التعاون بين البلدان الإسلامية وأسواقها المالية.
- الاهتمام بتأهيل العنصر البشري الذي يقوم بتشغيل الأدوات المالية الإسلامية، حيث تؤدي خبرة العنصر البشري، وفهمه لطبيعة المنتج إلى تقليل المخاطر والاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.
- المطلوب المزيد من البحث لتطوير أدوات مالية إسلامية بهدف تشجيع البنوك الإسلامية على الدخول في استثمارات طويلة الأجل، بحيث تجسد إحدى صيغ التمويل المعروفة في الفقه الإسلامي وتراعي الشروط الشرعية في إصدارها وتداولها.
- ضرورة تبني البنوك المركزية في الدول الإسلامية للفتاوى والمعايير التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مراجعتها مراجعة قانونية مصرفية حتى تكتسب تلك المعايير الإلزامية القانونية.
- لضمان التزام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بأحكام الشريعة الإسلامية يجب منح هذه الأخيرة الاستقلالية التامة عن سوق رأس المال التقليدية الماليزية.

آفاق الدراسة: من خلال الخوض في مسائل هذه الدراسة، تبين بأن لها جوانب هامة ومكملة لازالت في حاجة إلى المزيد من البحث والتحليل، والتي يمكن أن تكون كمقترحات لدراسات أخرى، نذكرها كالاتي:

1- دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تنظيم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية المحلية.

2- أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء السوق المالية الإسلامية.

3- التنبؤ بأسعار الأوراق المالية الإسلامية باستخدام التحليل الأساسي.

4- أثر تطبيق مبادئ الحوكمة في السوق المالية الإسلامية على كفاءة أدائها.

5- إمكانيات وشروط إيجاد سوق مالية إسلامية جزائرية بالاستفادة من التجربة الماليزية.

قائمة المصادر

والمراجع

I. قائمة المصادر:

أولاً- القرآن الكريم:

ثانياً- كتب الحديث:

1- يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، الطبعة الثانية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992.

ثالثاً- كتب الفقه:

1- مالك بن أنس، المدونة الكبرى، دار صادر، بيروت، بدون سنة نشر.

رابعاً- المعاجم:

1- ابن منظور، لسان العرب، دار صادر، بيروت، بدون سنة نشر.

2- فريد وصادر باز، جورج مكرم وأبي صالح، معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية، الطبعة الأولى، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1985.

II. قائمة المراجع:

أولاً- المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- أبو بكر الجزائري، منهاج المسلم، دار الكتاب، مصر، بدون سنة نشر.
- 3- أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، 1983.
- 4- أبي الوليد سليمان بن خلف بن سعيد بن أيوب وارث الباجي الأندلسي، المنقى شرح الموطأ، الطبعة الأولى، مطبعة السعادة، مصر، 1920.
- 5- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة -دراسة فقهية-، دار الكتاب الثقافي، أريد، 2008.
- 6- أحمد بن محمد خليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 1426.
- 7- أحمد بن يوسف الدريوش، أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار عالم الكتب، الرياض، 1989.
- 8- أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامي: البيوع، القرض، الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 9- أحمد فهد الرشيد، عمليات التورق وتطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2005.

- 10- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 11- أحمد محي الدين أحمد حسن، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، 1995.
- 12- أحمد محي الدين أحمد حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، الطبعة الأولى، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، 1986.
- 13- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995.
- 14- أحمد موافي، الضرر في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، المجلد الأول، دار بن عفان، السعودية، 1997.
- 15- أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، 1982.
- 16- أحمد يوسف سليمان، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، 1982.
- 17- أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية - النظرية والتطبيق -، دار السلام، القاهرة، 2004.
- 18- إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، الطبعة الأولى، مكتبة الرشد، الرياض، 2006.
- 19- الموسوعة العربية العلمية، الطبعة الأولى، مؤسسة أعمال الموسوعة، السعودية، 1996.

- 20- أمين مدني، الاستثمار المصرفي وشركات المساهمة في التشريع الإسلامي، الطبعة الثالثة، الدار السعودية، الرياض، 1405.
- 21- بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 22- ثناء الحافظ، فقه المحبة وبواعثها في المعاملات المالية، دار الفكر، دمشق، 2010.
- 23- جلال وفاء محمد، المبادئ العامة في القانون التجاري، الدار الجامعية، بيروت، 1988.
- 24- جودة حسنين جودة، جغرافية أوراسيا الإقليمية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000.
- 25- حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009.
- 26- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية -مدخل حديث-، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 27- حسن صبري نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، الأهرام الاقتصادي، القاهرة، 1996.
- 28- حسني لبيب، عيسى سامي وهبة، البورصات، المطبعة الأميرية، القاهرة، 1947.
- 29- حسين حسين شحاته، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، مصر، 2001.
- 30- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الرابعة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1992.
- 31- رمضان الشراح، صناعات السوق: التجربة الكويتية، اتحاد الشركات الاستثمارية بدولة الكويت، الكويت، 2006.

- 32- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، 2008.
- 33- سعود محمد الربيع، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، الطبعة الأولى، منشورات مركز المخطوطات والتراث والوثائق، الكويت، 1992.
- 34- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 35- سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 36- سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 37- سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 38- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية- ، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 39- شوقي إسماعيل شحاتة، نظرية المحاسبة المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، الزهراء للإعلام العربي، القاهرة، 1987.
- 40- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 41- صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم حكمها وآثارها، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، 2006.

- 42- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا- عمليا، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 43- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 44- عبد الحسن الحسيني، التنمية البشرية وبناء مجتمع المعرفة: قراءة في تجارب الدول العربية وإسرائيل والصين وماليزيا، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2008.
- 45- عبد الحق حميش، الحسين شواط، فقه العقود المالية، الطبعة الأولى، دار البيارق، بيروت، 2001.
- 46- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة (البنوك-منشآت التأمين-البورصات)، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية، بيروت، 2011.
- 47- عبد الرحمان الجزيري، الفقه على المذاهب الأربعة، الطبعة الثانية، دار الكتب العلمية، بيروت، 2003.
- 48- عبد الرحمان بن عبد العزيز نفيسة، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة-، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 49- عبد الرحمان زكي إبراهيم، معالم الاقتصاد الإسلامي، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 50- عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 51- عبد الرحمان يسري أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004.

- 52- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم ضمن أبحاث حول الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة، 2009.
- 53- عبد الرزاق السنهوري، مصادر الحق في الفقه الإسلامي، الطبعة الثالثة، معهد البحوث والدراسات العربية، 1967.
- 54- عبد الرزاق رحيم الهيبي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، الأردن، بدون سنة نشر.
- 55- عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، الطبعة الرابعة، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1994.
- 56- عبد العزيز الخياط، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (01): نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، 1998.
- 57- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 58- عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 59- عبد الكريم الهيبي قيصر، أساليب الاستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية - البورصات-، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006.
- 60- عبد الكريم علي الرححي، الأصول العلمية والعملية لتدقيق الحسابات، الطبعة الأولى، الكلية الجامعية المتوسطة، عمان، 1983.
- 61- عبد الله الصيفي، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، دار النفائس، عمان، 2006.

- 62- عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطوير عملياتها)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 63- عبد الله بن احمد بن قدامة، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، عبد الفتاح محمد الحلوم، المغني، الطبعة الثانية، دار هجر، 1992.
- 64- عبد الله عبد الرحيم العبادي، موقف الشريعة من المصارف الإسلامية المعاصرة، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، بدون سنة نشر.
- 65- عبد الوهاب علي، حسين حسين شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 66- عبد الوهاب مكي علي سعيد، تمويل المشروعات في ظل الإسلام -دراسة مقارنة-، دار الفكر العربي، القاهرة، بدون سنة نشر.
- 67- عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 68- عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998.
- 96- علي الخفيف، حكم الشريعة في شهادات الاستثمار، مجمع البحوث الإسلامية، المطابع الأميرية، القاهرة، 1983.
- 70- علي الخفيف، مختصر أحكام المعاملات الشرعية، مطبعة السنة المحمدية، القاهرة، بدون سنة نشر.
- 71- علي حسن يونس، الشركات التجارية، مطبعة الاعتماد، مصر، بدون سنة نشر.
- 72- علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية: الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989.

- 73- علي معبد الجارحي، الأسواق المالية في ظل مبادئ الإسلام، مؤسسة آل البيت، عمان، 1989.
- 74- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، قطر، 2003.
- 75- غريب الجمال، الأسس الاقتصادية، مجمع البحوث الإسلامية، المطابع الأميرية، القاهرة، 1973.
- 76- غسان قلعوي، المصارف الإسلامية ضرورة عصرية "لماذا؟ وكيف؟"، الجزء الثاني من موسوعة تقويم أداء البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المكتبي، سوريا، 1998.
- 77- فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2004.
- 78- فؤاد محيسن، التأصيل الشرعي لعقدي الإستصناع والمقاولة وتطبيقات الإستصناع والمقاولة في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 79- ماجد حمود، كمال حمود، الأطلس الجغرافي للعالم الإسلامي، دار الرضوان، حلب، 2006.
- 80- محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1990.
- 81- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، دار إيتراك، القاهرة، 1996.
- 82- محمد ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، دار ابن حزم، بيروت، 1995.
- 83- محمد أبو بكر، قانون الشركات الأردني لسنة 1997، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 84- محمد إسلام البرواري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002.

- 85- محمد أيوب، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، النظام المالي في الإسلام، الأكاديمية العالمية، بيروت، 2009.
- 86- محمد بن أحمد بن رشد القرطبي، محمد حجي، المقدمات، الطبعة الأولى، دار الغرب الإسلامي، بيروت، 1988.
- 87- محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد بن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، الجزء الثاني، مطبعة الاستقامة، القاهرة، 1952.
- 88- محمد بن عبد البر النمري القرطبي، الكافي في فقه أهل المدينة المالكي، دار الكتب العلمية، بيروت، بدون سنة نشر.
- 89- محمد رشيد رضا، تفسير المنار، الطبعة الثانية، دار المنار، 1947.
- 90- محمد سليمان الأشقر، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
- 91- محمد شلتوت، الفتاوى، الطبعة الثامنة، دار الشروق، جدة، 1975.
- 92- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 93- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 94- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الرشيد للطباعة والنشر، بغداد، 1982.
- 95- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي -، دار النفائس، عمان، 2009.

- 96- محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
- 97- محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن، 1998.
- 98- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، الطبعة الأولى، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2008.
- 99- محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية-، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، 1993.
- 100- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية-، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 101- محمد وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 102- محمد يوسف القريوتي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 103- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها-، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 104- محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطوير عملياتها)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 105- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، الطبعة الثانية، مصر، 1967.

- 106- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية -البورصات ومشكلاتها في عالم النقود والمال-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 107- مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 108- مقبل جمعي، الأسواق والبورصات، مدينة النشر والطباعة، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 109- مليكة عريان، البورصة، الطبعة الثالثة، المطبعة العصرية، مصر، بدون سنة نشر.
- 110- منصور بن يوسف البهوتي، شرح منتهى الإرادات، الطبعة الأولى، علم الكتب، بيروت، 1993.
- 111- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 112- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.
- 113- نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، 2001.
- 114- نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المركز العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 1993.
- 115- نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها: البورصة، الجندی للطباعة والنشر، سوريا، 2006.
- 116- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

- 117- هشام البساط، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، اتحاد المصارف العربية، لبنان، بدون سنة نشر.
- 118- هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 119- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
- 122- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 121- يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، دار الهداية، الكويت، 1993.
- 122- يونس الموسوي، المصارف الإسلامية (أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 2- مذكرات الماجستير وأطروحات الدكتوراه:
- 1- أحمد علاش، محفزات النشاط الاقتصادي في الإسلام، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2005-2006.
- 2- زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، 2006.
- 3- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، 2013-2014.

4- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، أطروحة دكتوراه في الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2004.

5- مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال " تجربة ماليزيا أنموذجا"، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012.

6- زين خلف سالم العطيات، تحويل المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2007.

### 3- المقالات:

1- أحمد زايد، عبد الله الخشروم، المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة- دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني-، مجلة المنارة، المجلد 13، العدد 9، 2007.

2- أحمد عبد الملك، إطار مقترح للتقارير المالية المنشورة في ظل تحقيق الشفافية المنشودة ببورصة الأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، عدد 2006.

3- أحمد موافي، الضرر في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، المجلد الأول، دار بن عفان، السعودية ، 1997.

4- أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية، مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث، العدد الثاني، الجزائر، 2000.

5- البنك المركزي المصري، أدوات التعامل في الأسواق المالية للمشتقات، المجلة الاقتصادية، المجلد الخامس والثلاثون، العدد الرابع، 1995/1994.

6- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية "محاولة للفهم"، ص ص 19،20، مقال منشور على الموقع الإلكتروني :

[http://www.iid\\_alraid.com](http://www.iid_alraid.com)

7- حسين حسين شحاته، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 216، 1999.

8- شركة المساهمة في النظام السعودي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الأول.

9- طارق محمد، التمويل الإسلامي البديل للبنوك التقليدية، جريدة الشرق الأوسط، 18 نوفمبر، العدد 10948، 2008.

<http://www.asharqalawsat.com?section=58&article=495310&issueno=10948>

10- عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، العدد 451، 2009.

11- عبد السلام زايد، الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 38، 2008.

<http://www.Ulum.nl/d94.html>

12- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي ، العدد 02، المجلد 20، 2007.

13- عبد الله السلمي، التغيير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية، مجلة العدل، العدد 41، المملكة العربية السعودية، 1430.

14- علي محي الدين القرّة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1992.

- 15- فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل للهندسة المالية الإسلامية -، مجلة المصرفي، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم .
- <http://www.Kantakji.org/fiqh/Files/Markets/26.htm>
- 16- مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 77، ديسمبر 1987.
- 17- مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر، وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994.
- 18- مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثامنة، العدد الثامن، الجزء الثاني.
- 19- مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 07 (713/01)
- 20- مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة.
- 21- محمد القرى بن عيد، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السادس، الجزء الثاني.
- 22- محمد عبد الحليم عمر، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 22، 1998.
- 23- محمد عبد الغفار الشريف، أحكام السوق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990.
- 24- محمد علي القرى، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 1993.
- 25- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، العدد 58، مجلة بنك الكويت الصناعي، الكويت، سبتمبر 1999.

26- ياسر بوحسون، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني "سوريا، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية-سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، 2005.

#### 4- الملتقيات والمؤتمرات:

1- أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات -آفاق وتحديات-، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15- 17 ماي 2006.

2- أحمد مخلوف، الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009.

3- أون إسماعيل، تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 09-12 مارس 1997.

4- حسن سالم العماري، المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي، مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سوريا في ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 02-03 جوان 2005.

5- حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.

6- زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي -03 جوان 2009.

7- صالح البربري، المضاربة والتلاعب في سوق الأوراق المالية -دراسة قانونية-، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/research.htm](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm)

8- عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، بيروت، 23-25 مارس 2009.

9- فؤاد محمد محيسن، المصارف الإسلامية- الواقع والتطلعات-، ورقة عمل مقدمة في إطار فعاليات المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا، دمشق، 13، 14 مارس 2006.

10- كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005.

11- محمد بن عبد اللطيف المانع، محفزات قيام السوق المالية الإسلامية، المؤتمر الثاني للصيرفة الإسلامية، الوطنية القطرية:

<http://www.al-watan.com>

12- محمد القطان، أثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود، مؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 26-27 ماي 2010.

13- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، أبحاث المؤتمر التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

## 5- الندوات:

1- أشرف دوابه، الضوابط الشرعية للأسواق المالية، بحث مقدم لندوة "السوق المالية الإسلامية الواقع والمأمول"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 2006.

- 2- البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، وقائع الندوة رقم 34 للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2011.
- 3- عبد الله السلمي، حكم المضاربة في أسواق المال، بحث مقدم لندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.
- 4- مجمع الفقه الاسلامي، البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية، 2010:

[www.islamfeqh.com](http://www.islamfeqh.com)

## 6- الأبحاث:

1- أحمد علي عبد الله، الوسائل المتاحة للمصارف الإسلامية في الأسواق العالمية، اتحاد المصارف العربية، 1989.

2- المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aljazeera.net>

3- بشير موفق، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>

4- حسين شحاتة، الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية، سلسلة دراسات وبحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

5- خالد عبد الرحمان البسام، آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، بحث مقدم للغرفة التجارية بجدة، نوفمبر 2008.

<http://www.aljazeeratalk.net/node/3515>

6- سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي-، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ديسمبر 2000.

<http://www.halal2.com/research.detail.asp?id=26>

7- سوق المال الإسلامي بين المصارف:

<http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>

8- صالح بن زاین المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي، الكتاب 39، جامعة ام القرى، مكة المكرمة، 1985.

9- عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية: التشخيص والمخرج، القاهرة، 9 أكتوبر 2008، موقع جمعية الإرشاد والإصلاح:

<http://www.irched.org>

10- عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.

11- عبد الرسول عبد جاسم، سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار:

<http://www.mcsr.net/activités/018.html>

12- عبد الله العمراني ، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية-، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010 ، السعودية.

13- علي محي الدين القرّة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 1992.

14- عيسوي أحمد عيسوي، التعامل في الأوراق المالية من وجهة نظر الشريعة الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 2007.

15- محمد عمر شابرا، حبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1427.

16- محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الرياض، 2008.

17- ناصر يوسف، ملامح التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية، أوراق بحثية، العدد الخامس، بدون بلد نشر، 2008.

18- وهيب الرفاعي، تحول البنك التقليدي إلى العمل المصرفي الإسلامي، بحث غير منشور.

#### 7- القرارات والمراسيم والتشريعات:

1- القرار رقم 07/01/63، مجمع الفقه الإسلامي بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة، جدة، ماي 1992.

2- القرار رقم 07/06/65، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، ماي 1992.

3- القرارات 97-01، مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورات 01-10، جدة، 1991.

4- قرار رقم: 74(08/05) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، الجزء الثالث.

5- قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي لدورات (10،11،12،13)، مكة المكرمة، 1991.

6- قرارات مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، 1992.

7- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، قرار بشأن السندات، الدورة السادسة، قرار رقم (06/11/62)، جدة.

8- مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية:

<http://www.fiqhacademy.org.sa>

9- قرارات مجلس المجمع الفقهي الإسلامي من دورته الأولى، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 1985.

10- محضر الاجتماع الخاص باتخاذ قرار تحول سوق دبي المالية إلى شركة خاصة تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

11- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2007.

12- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 2007، معيار الغرر رقم 31.

13- وثيقة صادرة عن بنك الشامل، المنامة، 2002/10/10.

14- معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جزء الضوابط، البحرين، 2008.

15- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، جزء المحاسبة، البحرين، 2008.

16- هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 2003.

17- هيئة الأوراق المالية الأردنية، قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002:

<http://www.jsc.gov.jo>

18- هيئة الأوراق المالية الأردنية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان:

<http://www.Jsc.gov.jo>

19- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، مسودة مشروع مترجمة عن اللغة الإنجليزية، ماليزيا، 2007:

<http://www.ifsb.org>

8- المواقع الالكترونية:

1- الموقع الالكتروني لمركز دبي المالي العالمي:

<http://www.difc.ae/>

2- البنك المركزي الماليزي:

<http://www.bnm.gov.my/>

3- دليل الاككتاب العام والطرح الخاص بسوق الأوراق المالية:

<http://www.dfm.ae/ar/issuers/ipo>

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

1- Antony Saunders, **Financial Institution Management Second ed**, published by Irwin.

2- Baillie, R, **Econometric tests of rationality and market efficiency**, Econometric Reviews, 1989.

3- **Capital Market Masterplan Malaysia – Executive Summary**, Malaysian Securities commission, February 2001.

4- Chapra, M.Ume, **Alternative Visions of International Monetary Reform**, in Iqbal and lew Ellyn, 2000.

5- Comelins, p, **Anote on the infomational efficiency of emerging Stock Markets**, Welt Wirtsha ftliches Archiv, 1994.

6- **Efficient Capital Markets :Areview Of Theory and Empirical Work**, Journal Of Finance25,1970.

7- E-Tchemeni, **Marches émergents, encyclopé des marches financiers**, paris, Economica, 1997.

8- Fama, Eugene, **Efficient capital market 2**, Journal of Finances 46, N05 , 1991.

9- Fischer.D, Jordan.R, **Security Analysis & Portfolio Management**, 4th ed, Prentice – Hall, New York, 1987.

10- Francis.j, **Investment Analysis and Management**, 4th ed, Mc Graw-Hill, New York, 1986.

11- Frank,b.g., &Thomas ,H,**on the value of transparency in agencies with renegotiation** , Journal of Accounting research, vol.4 , no5, 2004.

- 12- French.D, **Security and Portfolio Analysis**, Concepts and Management, Merrill pub, 1989.
- 13- Hamid Alhabib, **les banques qislamiqes**, edition , Edition Economica, paris, 1990.
- 14- Huang.S, Randall.M, **Investment Analysis & Management**, 2nd ed, Boston, Allyn & Bacon, 1987.
- 15- John Downes & Jordan Goodman, **Dictionary of finance and Investmen terms**, Second edition published by Barrons, New York.
- 16- Malaysian Capital Market : **Current Situation and prospects**, in Bank Negara Malaysia (BNM, Central Banking in an Era of change, landmark Speeches, BNM, Kuala lumpur, Malaysia, 1989.
- 17- Memenamin.j ,**Financial Management**, London, 1999.
- 18- Mohamed Akram Laaldin, **Shariah approved Securities Screening Process in Malaysia**, the 15th annual Scientific meeting the Capital market – bursa – UAE University, 2006.
- 19- pamphlet : **Malaysian Equities, Module 6 : Stock Market and Securities Law**, Examination Study Guide, Securities In dusty development centre (SIDC(, Securities commission, Kuala lumpur, Malaysia, second Edition, 2000.
- 20- Pamphlet: **Malaysian Futures and Options, Module 2 : Futures**, Examination Study guide, Securities Industry Development Centre (SIDC),Securities Commission of Malaysia, Revised 2005.
- 21- quarterly bulletin of malaysian islamic capital market by the securities commission 2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015.
- 22- Reena Aggarwal, **Stock Market Development: Role of Securities Firms and New products**, Georgetown University, Washington D.C, the world Bank Group workshop on Bank financial Institutions: Development and Regulation, January-February1999, Washington.
- 23- Robert, M.B,& others, **what determines corporate transparency?**, Journal of Accounting Research , vol. 42, no2, 2004.
- 24- Roger Miller & David Van Hoose, **Money, Banking and Financial Markets**, publishing Thomson learning, U.S.A, 2001.
- 25- Ruben Lee, **Promoting Regional Capital Market Integration**, oxford Finance Group, the Inter American Development Bank, 2000.
- 26- Selman Syed Ali,**Islamic capital Market products: development and challenges**, Islamic development bank, IRTI N9,2005.