

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة حسبية بن بوعلبي بالشلف

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه

الشعبة: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

العنوان

متطلبات وآليات التحول من أسواق مالية تقليدية إلى أسواق مالية إسلامية - دراسة تجارب -

من إعداد

صابر رشيد

المناقشة بتاريخ: 2023/05/11 من طرف اللجنة المكونة من :

رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ التعليم العالي	طيبة عبد العزيز
مقررا	جامعة الشلف	أستاذ التعليم العالي	نورين بومدين
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر "أ"	عبو عمر
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر "أ"	زيتوني عبد القادر
ممتحنا	جامعة برج بو عرييج	أستاذ محاضر "أ"	زنكري ميلود
ممتحنا	جامعة غليزان	أستاذ محاضر "أ"	جعفر هني مُجَّد

شكر

قال الحق تعالى: ﴿وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ ۖ﴾ (الآية رقم 07 ، سورة ابراهيم)

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على توفيقه لإتمام هذا العمل المتواضع

أتقدم بجزيل الشكر للأستاذ الدكتور نورين بومدين لإشرافه على هذه الرسالة وإسداءه لنا النصح والتوجيه

وتصويب الأخطاء والهفوات وصبره الجميل على متابعته لنا طيلة مراحل إنجاز هذه البحث

أشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة أطروحتي ونقدها لاستدراك ما وقع فيها من خطأ ونقص فجزاهم الله

عني خير الجزاء

أشكر الأستاذ الدكتور عدوكة لخضر من جامعة معسكر شكرا خاصا لتشجيعه لنا بإعادة بعث النشاط

الدراسي والبحثي بعد توقف لأسباب خارجة عن نطاقنا في مرحلة الماجستير

كما أشرف بشكر جميع طاقم جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف من أساتذة وموظفين

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى منبع الحب وصدر الحنان التي ربّت وكافحت وسهرت الليالي، إلى عبق الريحان التي نجحني يسعدها

ويرضيها ورضاها يدخلني الجنة بمشيئة الرحمن "أمي الغالية" بارك الله في عمرها

إلى من كافح وبذل كل ما يملك من أجل تعليمنا وتربيتنا وكان سببا في كل ما وصلت إليه بعد توفيق الله عزّ

وجلّ "أبي" الغالي بارك الله في عمره

إلى من أخذت من وقتهم وشغلتنني عنهم الأيام والليالي لإتمام هذا العمل، من كانوا خير عون لي بعد الله

سبحانه وتعالى، وكانوا أكبر حافز لي لكسر فترات الفتور التي تعترض الباحث، إلى أسمى رموز الوفاء

والإخلاص ورفيقة دربي زوجتي الغالية حفظها الله ورعاها، إلى زهرات حياتي وزينتها بنتي أميرة حفصة، وأبنائي

مُجدّ عبدالإله، وعبدالرحمان بارك الله فيهم وأنبتهم نباتا حسنا

إلى من أشدّ بهم أزرني وأفتخر بذكرهم أختاي وإخوتي بارك الله فيهم وحفظهم

إلى صهراي والدة زوجتي ووالدها حفظهما الله وبارك في عمريهما، وإلى كافة أفراد عائلتهم

إلى جميع الأصدقاء والزملاء

إلى كل من سبق ذكرهم أهدي هذه العمل

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة كيفية تحويل سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي من خلال التطرق إلى بعض التجارب في هذا المجال، والتعرف على مختلف المراحل التي مرت بها عملية التحوّل في الاسواق المالية التي كانت محل الدراسة والتحليل. ولغرض إجراء مقارنة متكافئة بين مختلف الاساليب المتبعة لاقامة سوق مالي إسلامي تمّ استعراض تجربتين مختلفتين، التجربة الماليزية التي اعتمدت اسلوب التحويل المتدرج والمرحلي والتجربة السودانية التي اعتمدت التحويل الكلي لنظامها المالي، وذلك بغرض تحديد ايجابيات وسلبيات كل أسلوب للاستفادة منها، وقد تمّ التوصل من خلال تحليل المعطيات المالية للدولتين المعنيتين أنّ اقامة سوق مالي اسلامي يزيد في عمق السوق واتساعها من خلال استقطاب أموال اضافية ودمجها في العمليات الاستثمارية. في ختام البحث تم التطرق إلى دراسة امكانية إقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر، بحيث أن الجزائر بحاجة إلى سوق مالي اسلامي كضرورة شرعية أولاً، وثانياً كهدف اقتصادي يسمح باستقطاب رؤوس الاموال المكتنزة والموجودة في السوق الموازي وتوطين الأموال المهاجرة، بالإضافة إلى تحفيز فئة المستثمرين المتحفظة من دخول السوق التقليدي للاستثمار في السوق المالي الاسلامي، الأمر الذي يسمح باستغلال كامل الطاقة التمويلية للاقتصاد ممّا يزيد عمق السوق المالي واتساعه، وبالتالي يساهم ذلك في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة تمس كافة أفراد المجتمع والاعوان الاقتصاديين.

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال، سوق مالي اسلامي، أدوات مالية اسلامية، متطلبات التحويل، شروط شرعية، شروط قانونية واقتصادية، منتجات مالية اسلامية، أحكام فقهية، أساليب التحويل.

Summary

This research aims to study how to convert a traditional financial market into an Islamic financial market by addressing some experiences, and identifying the various stages that the transformation process in the financial markets went through. For the purpose of conducting an equal comparison between the various methods used to establish an Islamic financial market, two different experiences were reviewed, the Malaysian experience, which adopted the gradual and phased transformation method, and the Sudanese experience, which adopted the general transformation of its financial system, in order to determine the pros and cons of each method to benefit from it. Through analyzing the financial data of the two countries, it was concluded that the establishment of an Islamic financial market increases the strength and expansion of the market by bringing in additional funds and integrating them into investment operations.

At the end of the research, how it is possible to establish an Islamic financial market in Algeria, so that Algeria needs an Islamic financial market because it is a religious thing first, and secondly for an economic reason that allows attracting capital saved and existing in the parallel market and bringing in funds that are abroad, in addition to stimulating a class Investors who are reticent to enter the traditional market to invest in the Islamic financial market, which allows the exploitation of the full financing capacity of the economy, which increases the strength and expansion of the financial market, and thus contributes to achieving comprehensive economic development affecting all members of society and economic agents.

Keywords: capital market, Islamic financial market, Islamic financial instruments, transformation requirements, religious conditions, legal and economic conditions, Islamic financial products, Islamic rulings (jurisprudence), transformation methods.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
L	الشكر
LI	الاهداء
III	الملخص باللغة العربية
V	الملخص باللغة الاجنبية
V	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
V	فهرس الاشكال
أ-ك	مقدمة
الفصل الأول: الاطار النظري للأسواق المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: تعريف الاسواق المالية، أنواعها وأهميتها
03	المطلب الاول: مفهوم السوق المالي
09	المطلب الثاني: وظائف وأهمية السوق المالي
14	المطلب الثالث: التطور التاريخي للأسواق المالية ونشأتها
17	المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية
30	المبحث الثاني: المتدخلون في السوق المالي
31	المطلب الاول: عارضو الأموال (المقرضون)
32	المطلب الثاني: طالبو الأموال (المقترضون)
33	المطلب الثالث: المؤسسات المالية (الوسطاء الماليون)
45	المبحث الثالث: إجراءات التعامل في السوق المالي

46	المطلب الاول: طرق التداول في سوق الأوراق المالية
54	المطلب الثاني: طرق تداول الأوراق المالية خارج البورصة
56	المطلب الثالث: إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية
58	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وأحكامها الفقهية	
60	تمهيد
61	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد واحكامها الفقهية
61	المطلب الأول: أذون الخزينة وحكمها الفقهي
64	المطلب الثاني: شهادات الإيداع القابلة للتداول وحكمها الفقهي
66	المطلب الثالث: القبول المصرفي وحكمه الفقهي
68	المطلب الرابع: الأوراق التجارية واحكامها الفقهية
75	المبحث الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية
76	المطلب الاول: شركة المساهمة، خصائصها وحكمها الفقهي
84	المطلب الثاني: الأسهم والأحكام الفقهية المتعلقة بإصدارها وتداولها
100	المبحث الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية
100	المطلب الاول: مفهوم السندات، شروط وطرق إصدارها
107	المطلب الثاني: أنواع السندات
110	المطلب الثالث: الأحكام الفقهية المتعلقة بالسندات
111	المبحث الرابع: الأدوات المشتقة المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية
111	المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية ودوافع الاستثمار فيها
115	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية
123	المطلب الثالث: الاحكام الفقهية المتعلقة بالمشتقات المالية

129	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: التحول نحو سوق مالي اسلامي	
131	تمهيد
132	المبحث الأول: مفهوم السوق المالية الاسلامية، أهميتها وأدواتها
132	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الاسلامية
146	المطلب الثاني: أهمية وخصائص السوق المالية الاسلامية ودواعي إنشائها
152	المطلب الثالث: نطاق عمل السوق المالية الاسلامية والأدوات المتداولة فيها
158	المبحث الثاني: أساليب وأشكال التحول نحو سوق مالي اسلامي
158	المطلب الاول: مفهوم التحول ودوافعه
162	المطلب الثاني: أشكال التحول نحو سوق مالي اسلامي
165	المطلب الثالث: أساليب التحول نحو سوق مالي اسلامي
169	المبحث الثالث: دعائم ومتطلبات التحول نحو سوق مالي إسلامي
169	المطلب الأول: مكونات السوق المالي الاسلامي
184	المطلب الثاني: متطلبات التحول نحو سوق مالي اسلامي
195	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: التجارب العملية للتحول نحو سوق مالي اسلامي	
197	تمهيد
199	المبحث الاول: التجربة الماليزية لإقامة سوق مالي اسلامي
199	المطلب الأول: سوق رأس المال التقليدي الماليزي
205	المطلب الثاني: سوق رأس المال الاسلامي الماليزي
211	المطلب الثالث: تحليل سوق رأس المال الاسلامي الماليزي
224	المبحث الثاني: التجربة السودانية لإقامة سوق مالية اسلامية

225	المطلب الاول: نشأة سوق الخرطوم للاوراق المالية وطبيعتها
229	المطلب الثاني: مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية وأهم الأدوات المتداولة فيه
248	المبحث الثالث: إمكانية إقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر
248	المطلب الاول: نشأة سوق الاوراق المالية في الجزائر
253	المطلب الثاني: واقع المنتجات المالية الاسلامية في الجزائر
262	المطلب الثالث : سبل استفادة الجزائر من التجارب الدولية في مجال انشاء سوق مالي اسلامي
266	خلاصة الفصل
269	الخاتمة العامة
272	قائمة المصادر والمراجع

فهرس الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01	الأدوات المالية المتداولة في سوقي النقد ورأس المال	22
02	أصول وخصوم البنك التجاري	39
03	أوجه التشابه والاختلاف بين السهم والسند	106
04	أساليب التحول نحو سوق مالية اسلامية لعينة من أسواق الاوراق المالية	168
05	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا	210-211
06	تطور عدد الاسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية مقارنة مع اجمالي الاسهم وتطور رسملة السوق المالية الاسلامية مقارنة بالرسملة الاجمالية -بماليزيا-	212-213
07	تطور صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية في البورصة الماليزية: 2008-2020	217
08	تطور عدد صناديق المؤشرات الاسلامية المتداولة بماليزيا: 2008-2020	218
09	تطور عدد صناديق الاستثمار الاسلامية بماليزيا للفترة: 2008-2020	219
10	تطور اصدار الصكوك الاسلامية بماليزيا مقارنة بالاصدار العالمي: 2001-2019	221
11	تطور اصدارات سوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة: 2010-2019	230
12	نشاط التداول في السوق الثانوية السودانية للفترة: 2015-2019	231
13	تحويلات السوق الثالثة السودانية بمختلف مكوناتها لسنة 2019	233
14	نشاط سوق التحويلات خارج القاعة(السوق الثالثة) بسوق الخرطوم للاوراق المالية خلال الفترة 2015-2019	234
15	تطور مؤشر الخرطوم(30) خلال الفترة 2015-2019	236
16	توزيع عدد مبيعات شهادة المشاركة الحكومية (شهادة) السودانية على مختلف الجهات المشترية خلال الفترة: 2015-2021	239

240	تطور حجم مبيعات الشهادات الحكومية (صرح) خلال الفترة: 2014-2021	17
240	تطور حجم مبيعات الشهادات الحكومية (شامة) خلال الفترة: 2017-2021	18
241	تطور حجم مبيعات الشهادات الحكومية (شاشة) خلال الفترة: 2017-2021	19
246	تصنيف الفئة الأولى من شركات الوساطة المعتمدة في سوق الخرطوم	20
247-246	تصنيف الفئة الثانية من شركات الوساطة المعتمدة في سوق الخرطوم	21
257-256	واقع معايير الحجم والسيولة في بورصة الجزائر حسب مؤشر مورغان وستانلي خلال الفترة 2015-2016	22

فهرس الأشكال

الصفحة	الأشكال	الرقم
18	تقسيمات سوق المال	01
118	أركان العقود المستقبلية	02
205	الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية	03
215	تطور عدد الأسهم المتوافقة وغير متوافقة مع الشريعة الاسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2006-2020	04
216	تطور حجم الرسملة الاسلامية مقارنة بالرسملة التقليدية في ماليزيا	05
237	تطور مؤشر الخرطوم (30) خلال الفترة 2015-2019	06

المقدمة العامة

توطئة:

تؤدي السوق المالية دورا هاما في النظام الاقتصادي، فهي تمثل همزة وصل بين أصحاب الفوائض المالية ونظرائهم من أصحاب العجز المالي، حيث أنّها تعتبر مجالا مناسباً لتوظيف رؤوس الأموال الفائضة في مختلف مجالات الاستثمار، ومنه المساهمة في تنمية الاقتصاد وتطويره .

يعتبر موضوع السوق المالي بشكله التقليدي من المواضيع التي ظهرت مع انتشار حركية رؤوس الاموال بمختلف أشكالها، إلا أنّ هذه السوق تختلف خصوصيتها من دولة إلى أخرى، حسب طبيعة اقتصاد كل دولة وتوجهات نظامها، ومن ذلك ما نجده في بعض الدول الاسلامية ما يصطلح على تسميتها السوق المالية الاسلامية والتي تعتبر على غرار السوق المالية التقليدية من المواضيع المستجدة، حيث أنّها لم تظهر إلا في أواخر القرن العشرين ولم يكن لها وجود بشكلها المعروف حاليا في الاقتصاد الاسلامي قبل هذه الفترة. نظرا للأهمية الكبيرة للسوق المالي في الاقتصاد اهتمت كثير من الدول الاسلامية بإقامة سوق مالي إسلامي بُجري فيه المعاملات على أساس تطبيق أحكام الشريعة الاسلامية، وذلك من خلال التزام المتعاملين فيها بكافة الشروط والقوانين التي تفرضها الهيئة القائمة على هذا السوق والمبنية على مبادئ الشريعة الاسلامية وأحكامها، ورغم حداثة السوق المالي الاسلامي فقد حققت المؤسسات المالية الاسلامية إنجازات معتبرة من خلال نجاحها في تسويق المنتجات المالية الاسلامية في مختلف الاسواق المالية العالمية والمساهمة في زيادة حجم تداولها، الأمر الذي ساعد في استقطاب الكثير من الأرصدة والمدّخرات المالية من خارج البلدان الاسلامية، وهذا بفعل ما تتميز به الأدوات المالية الاسلامية من قلة المخاطر، زيادة في العوائد، وعدالة في توزيع الأرباح.

وفي إطار إقامة سوق مالي إسلامي سعت بعض الدول إلى تكييف نظام أسواقها بما يتوافق وأحكام الشريعة الاسلامية من خلال تعديل قوانينها وسن تشريعات جديدة تتماشى ومقتضى السوق المالي الاسلامي، وفي خضم هذا ظهرت تجارب رائدة في مجال تحويل الأسواق المالية للعمل وفق ما تقتضيه أحكام الشريعة الاسلامية، على غرار التجربة الماليزية، التجربة السودانية، وتجربة السوق المالية الدولية بالبحرين، وذلك من خلال اقامة سوق مالي اسلامي أو نافذة اسلامية بالموازاة مع مواصلة نشاط السوق المالي التقليدي، أو تحويل السوق المالي التقليدي القائم إلى سوق مالي إسلامي بالكامل، ومن أجل ذلك تمّ استحداث أساليب تمويلية

قصيرة المدى تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية على مستوى السوق النقدي بمختلف مؤسساته ومكوناته، واستحداث صيغ استثمارية خالية من المعاملات المحرمة شرعا كالتعامل بالربا وبيع الغرر، وهذا من خلال توفير أدوات مالية متوسطة وطويلة المدى على مستوى سوق رأس المال.

رغبة بعض الدول الإسلامية في تحويل أسواقها المالية التقليدية إلى أسواق مالية إسلامية لم يكن إلا محاولة منها لتعويض عجز القنوات التمويلية التقليدية في القيام بدورها الرئيسي والأساسي المتمثل في دور الوساطة المالية وهذا لعزوف بعض المستثمرين لاستثمار أموالهم في السوق التقليدي، لذا نجد شريحة كبيرة من المستثمرين المسلمين متحفظة من المشاركة في أساليب الاستثمار التقليدية خوفا من الوقوع في المحاذير الشرعية، والجزائر كغيرها من البلدان الإسلامية يعرف سوقها المالي (التقليدي) عزوفا من طرف بعض المستثمرين، وهذا لخوفهم من الوقوع في المحرمات والشبهات، لذا وجب على القائمين على السوق المالي في الجزائر النظر في إمكانية إقامة سوق مالي إسلامي وتهيئة الظروف لذلك، وهذا بهدف التمكن من استقطاب الأموال التي بحوزة فئة من المستثمرين الباحثين عن بديل للسوق المالي التقليدي لتوظيف مدخراتهم بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية. وبالنظر إلى النجاح الذي حققته مختلف التجارب الدولية في مجال إقامة سوق مالي إسلامي جاء الاهتمام للبحث والدراسة في موضوع آليات ومتطلبات التحول من أسواق مالية تقليدية إلى أسواق مالية إسلامية.

إشكالية البحث:

أدى وجود سوق مالي إسلامي إلى استحداث العديد من الأدوات المالية الإسلامية لها خصائص تميزها عن الأدوات المالية التقليدية، ولهذا تعتبر الأسواق المالية الإسلامية ملاذا للكثير من المستثمرين الحريصين على الالتزام بتعاليم الإسلام لتجنب الوقوع في الشبهات والمعاملات المحرمة، ويمثل إقامة سوق مالي إسلامي من بين أكبر التحديات التي تواجه الدول الإسلامية بسبب سيطرة المؤسسات والأدوات المالية التقليدية على أغلب مكونات النظام المالي، الأمر الذي استدعى توفير بيئة مناسبة لإقامة سوق مالي إسلامي، وتطبيق إجراءات معينة ومدروسة للوصول إلى هذا الهدف، إما من خلال تحويل سوق مالي تقليدي قائم إلى سوق مالي إسلامي، أو إقامة سوق مالي إسلامي جديد من الأساس.

ويعتبر قرار الانتقال من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي من القرارات التي تستدعي دراسة شاملة وتخطيط دقيق، وهذا لتجنب مخاطر المرحلة الانتقالية للتحوّل، وعليه يتطلب موضوع بحثنا بالنظر إلى ما سبق ذكره طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هي المتطلبات والآليات الواجب اتباعها لتحويل سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي؟

وللوصول إلى إجابة على الاشكالية الرئيسية لبحثنا يمكن تفكيكها إلى الأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي الفروق الجوهرية بين السوق المالي التقليدي والسوق المالي الاسلامي؟.
- ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة سوق مالي إسلامي؟.
- فيما تتمثل أهم المراحل للانتقال من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي؟.
- ماهي أهم التجارب الرائدة في مجال إقامة سوق مالي اسلامي وهل نجحت في منافسة الاسواق المالية التقليدية؟.
- ما مدى امكانية اقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر من خلال الاستفادة من التجارب السابقة؟.

فرضيات البحث

كمحاولة لإعطاء تصور عام حول الإجابة على تساؤلات البحث تمّ صياغة فرضية عامة والتي سيتم إخضاعها للإختبار من خلال تحليل التجارب الرائدة في مجال موضوع البحث، وهي كالتالي:

- النجاح في اقامة سوق مالي اسلامي أو التحوّل من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي يتطلب توفير بيئة ملائمة معززة بأرضية تنظيمية وتشريعية مبنية على ضوابط شرعية، وقائمة على سياسة تحفيزية تستهدف استقطاب أكبر حجم من رؤوس الأموال.

هذه الفرضية العامة يمكن تفكيكها إلى عدة فرضيات جزئية نذكرها فيمايلي:

- الأزمات المالية العالمية التي تعرض لها الإقتصاد العالمي جعلت كثير من المفكرين يرون بأن حل هذه الأزمات يكمن في تطبيق مبادئ المالية الاسلامية.

- إقامة سوق مالي اسلامي يتطلب اقصاء كل المعاملات الربوية المعروفة في الاسواق التقليدية.

- إلتزام المجتمعات الاسلامية بأحكام الشريعة يساهم في إنجاح فكرة الاسواق المالية الاسلامية.
- الاعتماد على الاسواق المالية بشكل كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية يصعب من عملية التحول نحو السوق المالي الاسلامي، وذلك خوفا من تأثر الاقتصاد بمخاطر المرحلة الانتقالية، في حين يكون العكس اذا كان الاقتصاد لا يعتمد على الاسواق المالية بشكل كبير فعملية التحول تكون سهلة.

مبررات اختيار الموضوع:

- اختيار موضوع البحث المعنون بـ: " آليات ومتطلبات الانتقال من أسواق مالية تقليدية إلى أسواق مالية اسلامية -دراسة تجارب- لم يكن عشوائيا، بل كان بناء على عدة اعتبارات أهمها:
- ارتباط الموضوع باهتمامات الباحث، فقد سبق للباحث وأن كان له تصوّر حول اشكالية مشابهة لهذا الموضوع، والتي كانت تتمحور حول " الحلول الاسلامية للأزمة المالية العالمية لسنة 2008" حيث كان خلال مرحلة دراسة الماجستير التي لم يكتب لها التتمة لظروف خارج عن نطاق الباحث.
- ارتباط الموضوع بتجارب دولية مهمّة في مجال اقامة سوق مالي اسلامي، فمن خلال دراستها يمكن الاستفادة من إيجابياتها والعمل على إتباعها، والتعرف على سلبياتها والعمل على تجنبها.
- الاطلاع المسبق على بعض المقالات والأطاريح المشابهة للموضوع والتي كانت لها دور رئيسي في تكوين الخلفيات المعرفية للباحث جعلته يهتم بمثل هذه المواضيع.
- أهمية الموضوع والمتعلقة بمجال الاستثمار المالي المتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية وتوضيح للمستثمرين المسلمين أحكام التعامل في الاسواق المالية، من أجل استقطاب رؤوس الأموال العاطلة وادماجها في العملية الاستثمارية.

الهدف من البحث:

- يسعى الباحث من خلال هذا الموضوع إلى دراسة متطلبات الواجب توفرها لتحويل سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي، وتبيان مختلف الطرق والآليات التي يمكن اتباعها لتحقيق ذلك، من خلال تحليل ودراسة التجارب الرائدة في هذا المجال، هذا الهدف الرئيسي والذي لا يمكن تحقيقه إلا من خلال الأهداف الفرعية الآتية:

- التعرف على أهم الاختلافات بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.
- التعرف على مختلف الأحكام الشرعية المرتبطة بالأدوات المالية.
- التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي يعمل في إطارها السوق المالي الإسلامي.
- معرفة مدى نجاح الاسواق المالية المتحوّلة للعمل وفق الأحكام الشرعية في تحقيق الاهداف المسطرة.
- تسليط الضوء على مختلف أساليب الانتقال من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي، والتعرف على سلبيات وإيجابيات كل أسلوب.
- استشراف كيف يمكن للجزائر الاستفادة من التجارب الدولية في مجال الانتقال إلى سوق مالي إسلامي وتبيين مختلف المعوّقات التي جعلت الجزائر تتأخر في مساندة هذه التجارب.

أهمية البحث

ارتبطت الأهداف التنموية المحققة في كثير من الدول بتحسين أداء الاسواق المالية، من خلال الوظائف العديدة التي أصبحت تقوم بها، كالتوظيف الأمثل لرؤوس الأموال، توفير الأموال اللازمة للإستثمار في ظرف وجيز وبالقدر المطلوب والكافي لإقامة المشاريع، إلا أن ذلك لم يمنع من تعرض الأسواق المالية لعدّة أزمات قلّصت دورها في ذلك، الأمر الذي تتطلب وخاصة في البلدان الإسلامية إلى ضرورة إصلاح أسواقها المالية وتحويل عملها وفق ما تقتضيه الأحكام الشرعية، وذلك بإقامة سوق مالية متكاملة تعتمد على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، ومع مرور الوقت أثبتت السوق المالية الإسلامية صلابتها ومكوناتها وعدالة المعاملات التي تُجرى فيها، وهذا ما جعلها تتجنب بشكل كبير الأثار التي خلفتها الأزمات المالية الحديثة التي تعرض لها الاقتصاد العالمي. وقد وجد المستثمرون المسلمون من خلال المزايا التي توفرها السوق المالية الإسلامية الملاذ الآمن لاستثمار اموالهم هروبا من مساوئ النظام المالي التقليدي، وتبرز أهمية هذا البحث من خلال تبيان هذه المزايا والتي يمكن ذكرها في مايلي:

- توفير فرص الاستثمار المالي لعدد كبير من المسلمين الحريصين على التمسك بمبادئ الدين الإسلامي، وبالتالي استقطاب رؤوس الاموال العاطلة ودمجها في العمليات الاستثمارية.

- إقامة سوق مالي إسلامي يساعد على تطوير العمل المصرفي الإسلامي الذي يعتبر الدعامة الأساسية لسوق التداول (الثانوي)، كما يعتبر السوق الثانوي محفزا للنشاط المصرفي.
- جذب الاستثمارات الأجنبية، ودمج المدخرات المحلية في العملية الاستثمارية بالإضافة إلى توطین أموال المسلمين المهاجرة في الخارج.

إطار البحث

يقتصر البحث على دراسة تحويل السوق المالي التقليدي إلى سوق مالي إسلامي في إطار تجارب رائدة في هذا المجال، من خلال تحليل نموذجين اثنين مختلفين من حيث طريقة التحول، الأولى تمثلت في التحوّل بالتدرج والمعتمدة في التجربة الماليزية، والطريقة الثانية التحوّل بالكامل والمعتمدة في السودان. أمّا فيما يتعلق بالشق النظري من البحث اقتصر الباحث على دراسة الأحكام الفقهية للأدوات المالية باختصار بالاعتماد على آراء المجمع الفقهي الدولي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في إطلاق مختلف الأحكام الفقهية المتعلقة بموضوع البحث، بالإضافة إلى الاعتماد على المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وآراء بعض المجاميع الفقهية للدول الإسلامية. كما اعتمد الباحث في جمع البيانات والمعطيات الخاصة بتحليل تطور الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية للدول المدروسة على الأرقام المتاحة على المواقع الإلكترونية الرسمية للهيئات الاشرافية للدول المعنية، أمّا فترة الدراسة فقد ارتبط الباحث بالمعطيات المتوفرة حول البيانات المالية للدول محل الدراسة والتي انحصرت أغلبها في الفترة الممتدة من 2001-2021، بحيث تعتبر سنة 2001 كبداية حقيقية لظهور الأسواق المالية الإسلامية والأدوات المتداولة فيها.

منهج الدراسة:

طبيعة الموضوع جعلت الباحث يعتمد على المنهج الاستنباطي، من خلال استعمال أدواته في مختلف مراحل البحث بما يناسب طبيعة كل مرحلة، فتمّ استعمال أداة الوصف عند التطرق للجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية وأدبيات الموضوع، بالإضافة إلى أداة التحليل عند تتبع تطور أداء مختلف الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية التي شملتها الدراسة وذلك بغرض تحديد وجود الفرق من عدمه قبل اعتماد المنتجات المالية

وبعدها، وليسهل من خلال ذلك إبراز الخصائص التي تتمتع بها الاسواق المالية الاسلامية والتي تميّزها عن الاسواق التقليدية.

الدراسات السابقة:

1- دراسة مُجّد وجيه حنيني بعنوان: " تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية للأردن" 2008، قام الباحث من خلال هذه الدراسة بمحاولة رسم نظرة تصوّرية لإمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية بسوق الاردن، وذلك من خلال تحديد المتطلبات اللازمة لذلك بغرض توفيرها وتعزيز ما هو موجود منها، كما قام الباحث باحصاء مختلف المعوقات التي قد تعيق عملية التحويل وما يتعلق بها من خلفيات اقتصادية وشرعية وقانونية، لتسهل عملية القضاء عليها وتذليلها، بالاضافة إلى البحث في مدى قدرة المنتجات المالية المبتكرة في اطار الهندسة المالية الاسلامية في القضاء على مختلف المشاكل التي يتعرض لها السوق المالي من نقص في السيولة وارتفاع في التكاليف والمخاطر، وقد خلص الباحث إلى امكانية تحويل بورصة الاوراق المالية بعمان للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية في اطارها النظري، كما قام الباحث باقتراح تصورات بتصميم أدوات مالية اسلامية بديلة عن الأدوات المالية التقليدية توافق رغبات المستثمرين وتف بالغرض المتوخى من الاستثمار في سوق الاوراق المالية.

2- دراسة مهند ممدوح أبو سفيان، مقترح فتح نافذة اسلامية في سوق فلسطين للاوراق المالية -رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل 2010 - الجامعة الاسلامية بغزة، تطرق الباحث من خلال هذه الرسالة إلى دراسة بيان أهمية التوجه نحو الصيغ التمويل الاسلامية وخاصة في مجال الصكوك الاسلامية التي تعتبر بديلا شرعيا للسندات التقليدية، وذلك من خلال تقديم مقترح تطبيقي لفتح نافذة اسلامية في سوق الاوراق المالية وبيان أهم سمات ومقومات هذا المقترح، مع ابراز الغاية والهدف من تطبيق هذا النموذج كالرفع من كفاءة السوق وتطويره، وقد خلص الباحث إلى جملة من النتائج أن الاكتفاء بالأسهم العادية كأداة استثمار في سوق فلسطين غير كاف لتلبية حاجة المستثمرين لذا وجب ادراج الصكوك في سوق الأوراق المالية، كما أوصى الباحث بضرورة اجراء دراسة الجدوى الاقتصادية لمشروع فتح نافذة اسلامية لتداول الصكوك الاسلامية قبل اتخاذ القرار.

3- سليم جابو، نموذج مقترح لسوق أوراق مالية اسلامية-تجارب بعض الاسواق المالية الاسلامية- وامكانية التطبيق في الجزائر(دراسة استشرافية)، أطروحة دكتوراة 2018، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، حيث تطرق الباحث خلال هذه الأطروحة إلى مقترح لاقامة سوق أوراق مالية بالجزائر تتماشى وفق قواعد الشريعة الاسلامية، وذلك من خلال محاكاة بعض التجارب الدولية في مجال الاسواق المالية الاسلامية، حيث خلص الباحث بأن الجزائر بحاجة ماسة لاقامة سوق للأوراق المالية الاسلامية، وأوصى من خلال النتائج المتوصل اليها إلى ضرورة التوجه نحو التمويل الاسلامي والبحث عن أساليب تمويلية جديدة تلي متطلبات ومرجعية وخصوصية المجتمع الجزائري المسلم.

4- براق مُجَّد، المتطلبات التشريعية والتنظيمية لاقامة سوق اوراق مالية اسلامية -حالة سوق الأسهم السعودية- وامكانية استفادة بورصة الجزائر منها، مقال منشور في مجلة المعيار العدد 44/2018، سلط الباحث من خلاله الضوء على مختلف المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق الأوراق المالية الاسلامية وتطويرها من خلال التعرف على جتنبها النظري ومحاولة اسقاطها على تجربة سوق الاسهم السعودية واستخراج منها ما يمكن أن يفيد بورصة الجزائر، وخلص الباحث في الاخير إلى القول بأن التجربة السعودية تجربة رائدة خاصة في مجال سوق الصكوك الاسلامية التي انطلقت منذ 2009 وصناديق الاستثمار الاسلامية التي تمتلكها البنوك المدرجة في السوق، ومن خلال النتائج المتوصل اليها وصى الباحث بضرورة التعاون الدولي والاقليمي مع الدول الرائدة من أجل تبادل الخبرات لإقامة سوق أوراق مالية اسلامية نموذجية، أما فيما يخص الجزائر أوصى الباحث بإمكان الجزائر الاستفادة من التجربة السعودية وهذا بوضع اطار تشريعي وتنظيمي يضمن على الأقل التعايش بين المصرفتين الاسلامية والتقليدية على أن يتم التحول التدريجي للعمل وفق ضوابط الشريعة الاسلامية.

5- دراسة أحمد مدني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق اسلامية، مقال منشور في مجلة اقتصاديات شمال افريقيا العدد 26/2021، تطرق الباحث فيه إلى تحليل المراحل والمتطلبات القانونية والشرعية والفنية اللازمة -إضافة إلى الأساليب العملية- للتحول وإقامة سوق أوراق مالية في الجزائر، وخلص الباحث إلى أن إقامة سوق مالية اسلامية في الجزائر متوقف على اتباع مجموعة من المراحل وتحقيق جملة من

المتطلبات والشروط في جميع أطراف السوق، ليوصى في ختام البحث بضرورة التوسع في إنشاء المصارف وصناديق الاستثمار الإسلامية، ووضع خطة تدريجية لتحويل سوق الأوراق المالية بالجزائر للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بالاسترشاد بالتجارب العربية والإسلامية الرائدة كالتجربة السودانية والماليزية... الخ. وقد اقتضت أغلب الدراسات السابقة على دراسة إمكانية تحويل سوق الأوراق المالية للعمل وفق الأحكام الشرعية وأهملت باقي أقسام السوق المالي، وفي دراستنا هذه حاولنا معالجة الموضوع من خلال دراسة كافة مكونات السوق المالي (السوق النقدي و سوق رأس المال)، وذلك بالتطرق الى مختلف الاحكام الشرعية المتعلقة بكافة الأدوات المالية المتداولة في السوقين بغرض تقديم بدائل اسلامية لها والتي من شأنها المساهمة في انجاح عملية التحول نحو سوق مالي اسلامي وبالتالي استمرارية السوق المالي الاسلامي .

أقسام الدراسة

لقد استهدفت هذه الدراسة دراسة متطلبات الواجب توفرها لتحويل سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي والآليات التي يمكن العمل بها لتحقيق ذلك من خلال دراسة بعض التجارب الرائدة في هذا الإطار وإمكانية اقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر، للاحاطة بكافة جوانب الموضوع ارتأى الباحث تقسيم البحث الى أربعة فصول:

- الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

ذكرنا فيه تعريف السوق المالي وكل ما يرتبط بذلك ونعني بذلك أنواع الاسواق المالية مع الاشارة إلى نشأتها، ثم تطرقنا إلى أهميتها بالنسبة للأعوان الاقتصاديين ووظائفها ودورها في الاقتصاد، لتعرض بعد ذلك إلى أهمّ العناصر التي تقوم عليها الاسواق المالية وهم المتدخلون في السوق المالي، وفي ختام هذا الفصل تم التطرق إلى مختلف اجراءات التعامل في الاسواق المالية.

- الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وأحكامها الفقهية

تطرقنا خلال هذا الفصل إلى مختلف الادوات المالية المتداولة في السوق المالية بذكر مفهوم كل أداة وكل ما تعلق بذلك من أشكال ونشأة وطرق اصدار وتداول، ليتسنى لنا بعد ذلك سرد مختلف الاحكام الفقهية المتعلقة بهذه الادوات، ونظرا لتعدد الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وتضارب طرق تصنيفها حسب

الزاوية التي ينظر منها إليها، ارتأينا في هذا الفصل دراسة الاحكام الفقهية المتعلقة بمختلف الأدوات المالية من خلال تصنيفها حسب معيار الاجل من جهة، ومن جهة أخرى بالنسبة للأدوات المالية الطويلة الأجل تم تقسيمها حسب طريقة اصدار هذه الادوات المتداولة سوق رأس المال وعليه تم دراسة الاحكام الفقهية المتعلقة بالأدوات المالية المتداولة في سوق النقد ثم تطرقنا إلى دراسة الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال بمختلف أنواعها، أدوات الملكية، أدوات الدين، والأدوات المشتقة وسرد مختلف الاحكام الفقهية المتعلقة باصدار وتداول هذه الادوات.

- الفصل الثالث: التحول نحو سوق مالية اسلامية

تم التطرق فيه إلى مفهوم السوق المالية الاسلامية وخصائصها وما يرتبط بذلك من أهمية، ثم ذكرنا دواعي انشاء سوق مالي اسلامي مع سرد مختلف الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق، لنعرج فيما بعد إلى متطلبات التحول من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي، لنقوم فيما بعد بذكر دعائم اقامة سوق مالي اسلامي، وفي ختام الفصل تطرقنا إلى أساليب التحول نحو سوق مالي اسلامي وأشكال التحول الناتجة عن كل أسلوب مع ذكر ايجابيات وسلبيات كل أسلوب من أساليب التحول.

- الفصل الرابع: التجارب العملية للتحول نحو سوق مالي اسلامي

تطرقنا خلال هذا الفصل إلى تجربتين رائدتين في مجال اقامة سوق مالي اسلامي ومختلفتين من حيث أسلوب التحول، ولهما سبق في عملية التحول نحو التعامل بالأدوات المالية الاسلامية، الأولى تتعلق بالتجربة الماليزية والتي اتبعت أسلوب التحول الجزئي والمتدرج، والثانية التجربة السودانية والتي اتبعت التحول بالكامل والفوري من خلال أسلمة نظامها بالكامل، وختمنا الفصل بدراسة مدى امكانية اقامة سوق مالي في الجزائر من خلال الاستفادة من التجارب السابقة.

الفصل الأول

الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد

يقصد بالسوق المالية السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم والسندات، المؤشرات، عقود المشتقات وغيرها، فموضوع السوق المالي ومحور العملية التداولية فيه هو المال، حيث يتم من خلاله انتقال رؤوس الأموال من طرف إلى آخر، فالطرف المشتري للأصل المالي يدفع جزء من أمواله مقابل تملكه للأصل، في المقابل بائع الأصل يتخلى عن ملكيته للأصل المالي مقابل حصوله على الأموال، فالسوق المالي يؤدي دورا مهما في تسهيل حركية رؤوس الأموال، مما يجعل عملية تمويل الاستثمارات أمرا أكثر تيسيرا، حيث أن هذه السوق تسمح بتوفير كثير من الوقت والجهد للحصول على الاموال اللازمة لتمويل المشاريع.

يمكن التمييز بين نوعين من الأصول المالية من حيث تاريخ استحقاقها، فمنها ما هو قصير الأجل (أقل من سنة)، ومنها ما هو متوسط وطويل الأجل، كما أن من الأصول ما يمكن تداوله في السوق الأولي ومنها ما يمكن تداوله في السوق الثانوي، ويترتب عن هذه الأصول حقوق والتزامات الدين على أساسهما يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع رئيسية من الأوراق المالية، أدوات الدين، أدوات الملكية، والأدوات المشتقة، وبناء على ما سبق سنقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الاول: تعريف الأسواق المالية، أنواعها، وأهميتها

المبحث الثاني: المتدخلون في السوق المالي

المبحث الثالث: إجراءات التعامل في السوق المالي

المبحث الأول: تعريف الأسواق المالية ، أنواعها، وأهميتها

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

الأسواق المالية ومفرداتها سوق مالي أو سوق مالية تُذكر وتُؤنث، وهي مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال، وللإحاطة بالمصطلح وإعطاء تعريف شامل للسوق المالية فمن الأفضل التعريف بالكلمتين منفصلتين قبل التعريف بالسوق المالية التي لها مدلولها الخاص الذي يحدد مفهومها تحديدا دقيقا وستتطرق لتعريفها وفقا للمخطط التالي:

✓ أولا: تعريف السوق لغة واصطلاحا.

✓ ثانيا: تعريف المال لغة واصطلاحا.

✓ ثالثا: تعريف السوق المالي.

الفرع الأول: تعريف السوق

للقوف على تعريف شامل ووافي للسوق يستدعي ذلك تحديد مفهومه في اللغة، ثم في الاصطلاح

1- السوق لغة: يعني موضع البياعات¹ (جمع بياعة بالكسر وهي السلعة)

وسميت السوق سوقا لأن التجارة تجلب إليها وتساق إليها المبيعات.

والسوق في لغة العرب بضم السين مأخوذة من كلمة ساق يسوق سوقا، وهو حدو الشيء وسميت السوق بذلك لما يساق إليها من البضائع والأشياء².

جاء في المعجم الوسيط ، السوق : الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع والابتياح³.

¹ تحذيب اللغة للأزهري ص: 9 ، لسان العرب لابن منظور، مادة السوق ص 10

² أحمد فارس بن زكريا أبو الحسن ، معجم مقاييس اللغة، الجزء: 03، دار الفكر، بيروت، 1979، ص 117

³ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، مصر: 2004، الطبعة: 04، ص: 465

إذن فكلمة السوق في اللغة تطلق على حيّز أو مساحة معينة أو مكان جغرافي محدد، تباع فيه السلع وتشتري، كما تعرض فيه نواتج الأعمال والتصنيع والحرف.

2- السوق في الاصطلاح الاقتصادي:

غالباً ما يطلق على المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة أو عدة سلع يطلق عليه لفظ السوق لكن المفهوم الاصطلاحي في العُرف الاقتصادي يختلف عن ما هو شائع فالاصطلاح الاقتصادي المعاصر للسوق يكون بمعنى أوسع من ذلك، بحيث يكفي وجود تعامل في سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق سواء تم هذا التعامل بالالتقاء في حيّز مكاني معين بين البائع والمشتري أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد، الهاتف، الإنترنت وسائط التواصل الاجتماعي... الخ، وفيما يلي جملة من التعاريف لبعض الاقتصاديين في هذا المعنى¹:

يقول الدكتور سعيد توفيق عبيد: السوق هو وسيلة تجمع بين الباعين والمشتريين بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر.

ويقول الدكتور راشد البراوي: السوق عبارة عن منطقة يتصل فيها المشترون و البائعون إما بطريق مباشر أو عن طريق وسطاء(تجار) بعضهم ببعض بحيث أن الأسعار السائدة في جزء من السوق تؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى، مما يترتب عليه وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها بغض النظر عما يحدث من انحرافات عن الثمن المتجانس ترجع إلى اعتبارات محلية أو أسباب طارئة ووقئية.

ويقول الدكتور علي حافظ منصور: السوق في التعريف الاقتصادي هي مجموع الباعين والمشتريين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج في فترة زمنية معينة ومنطقة معينة وعلى اتصال وثيق بينهم.

ويقول كورنو: لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكاناً معيناً تباع وتشتري فيه الأشياء بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي هي من نوع واحد بسهولة وسرعة.

¹ مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار اشبيليا للنشر و التوزيع، الرياض، 2005، ص: 28

وعرفه ابن حجر العسقلاني : " هو اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع"¹.

أما الاقتصادي الإنجليزي الشهير مارشال فيقول في تعريف السوق : " لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكانا معينا تباع وتشتري فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد وبسهولة وبسرعة"².

مما سبق يمكن استخلاص بعض النقاط التي من شأنها توضيح مفهوم السوق في الإصطلاح الإقتصادي، نذكرها فيما يلي:

- يشترط توفر اتصال وثيق بين الباعين والمشتريين سواء كان ذلك بشكل مباشر باللقاء والمقابلة أو غير مباشر عن طريق وسائل الاتصال الحديثة من هاتف وانترنت أو وسائط الاتصال الاجتماعي، ومن هنا يتضح عدم مشروعية ان تكون السوق في حيز أو مكان معين.

- يمكن أن تكون السوق محلية أو اقليمية على مستوى الدولة الواحدة ، كما يمكن أن تكون بين الدول فيشار إليها أنها دولية أو عالمية مثل سوق العملات ، سوق المعادن النفيسة، سوق البترول...

- كما توضح وحدة الثمن وتجانسه للسلع المتماثلة المعني الاقتصادي للسوق من خلال ما يفرزه الاتصال الوثيق بين الباعين والمشتريين بحيث كلما زاد الاتصال بينهم زادت درجة تجانس الاسعار وهذا في ظل حرية المنافسة على أنه لا يؤثر في ذلك فوارق الاسعار التي ترجع الى اعتبارات معينة كمصاريف النقل، الحقوق الجمركية،...

وعليه فإن السوق في المعنى الاقتصادي لا يمكن حصره في مكان معين أو حيز محدد، وإنما يكفي وجود تواصل الباعين والمشتريين فيما بينهم من أجل تبادل سلعة معينة أو خدمة محددة لاطلاق لفظ السوق، وبأي

¹ أحمد بن علي ابن حجر العسقلاني، "فتح الباري بشرح صحيح البخاري"، الجزء الرابع، المكتبة السلفية، مصر، 2001، ص:431

² - يسرى محمد أبو العلا، " المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الاسلامي "، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص:13.

وسيلة تم التواصل سواء بالالتقاء المباشر أو بأي وسيلة من وسائل التواصل: كالبريد، الهاتف، التلكس، الانترنت، وسائط التواصل الاجتماعي ...

الفرع الثاني: تعريف المال

1- المال لغة: يطلق المال في لغة العرب على كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة ، أو عقار أو نقود أو حيوان¹.

والمال هو ما ملكته من جميع الأشياء، وخصّه ابن الأثير بما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على ما يُقتنى ويُملك من الأعيان ، وكانت العرب تطلقه على الإبل لأنها كانت أكثر أموالهم².

2- تعريف المال اصطلاحاً: تعددت مفاهيم الفقهاء للمال اصطلاحاً حيث جاء في ذلك³:

عند الحنفية بأنه : ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة .

وعرفه الشاطبي من المالكية بقوله: المال ما يقع عليه الملك ويستبد به المالك عن غيره إذا أخذه من وجهه.

وعرفه الشافعية بأنه: ما له قيمة يباع بها، ويلزم متلفه.

وعرفه الحنابلة بأنه: ما فيه منفعة مباحة لغير حاجة أو ضرورة.

المال في اصطلاح الاقتصاديين : كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع كما يعد في كل ما يُقَوِّم بثمن مالا، أيأ كان نوعه أو قيمته، فكل شئى يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال⁴.

أما المال في اصطلاح المتعاملين في البورصات والاسواق المالية، فيقصد به نوعاً خاصاً من المال، وهو المال في صورته النقدية، أي أن جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من أسهم وسندات وأذونات وغيره من الأدوات إنما الغرض من إصدارها هو تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة، لأجل استعمالها رؤوس أموال للشركات، أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية⁵.

¹ مجمع اللغة العربية، " المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 892

² مبارك بن سلمان بن مُجَدَّ آل سليمان، "أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص 29

³ أحمد مُجَدَّ لظفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، الطبعة الاولى، الاسكندرية، دار الفكر الجامعي، ص 19

⁴ شوقي عبده الساهي، " المال و طرق استثماره في الاسلام"، الدار الجامعية، مصر، 1984، ص: 23.

⁵ مبارك بن سلمان بن مُجَدَّ آل سليمان، "أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص: 33

الفرع الثالث: تعريف السوق المالي

ومما سبق يمكن القول بأن السوق المالية هي مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال وله دلالاته الخاصة ومن هنا جاءت التعاريف المختلفة للاقتصاديين للسوق المالية نذكر منها مايلي:

- يعرفها Madura بأنها: "المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي"¹.

- ويعرفها أحمد أبو الفتوح الناقه أنها: "الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض و بين الوحدات ذات العجز"².

- ويعرفها محمد المبروك ابو زيد بأنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الاموال والعرض للأموال ، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر أو غير المباشر عن طريق السماسرة او الشركات العاملة في هذا المجال ، وبعبارة اخرى فان السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن اصحاب الاموال الفائضة او الزائدة من الاتصال الدائم - المباشر او غير المباشر - مع الاطراف التي لديها عجز في الاموال ، حيث يمكنهم من اتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة³.

- ويعرفها عبد المنعم أحمد التهامي بأنها: المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال⁴.

- ويعرفها مروان عطوان بأنها : تلك الآلية الائتمانية، التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والافراد إلى مختلف أوجه الاستعمال " الانتاجية وغير الانتاجية"⁵.

¹Jeff Madura ,” financial institution and markets”,7th edition,thomson,south-western,2006,p02

²أحمد أبو الفتوح الناقه " نظرية النقود و البنوك و الاسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية،الإسكندرية، 1998،ص: 16

³محمد المبروك ابو زيد ، " التحليل المالي شركات واسواق مالية "، دار المريخ للنشر والتوزيع 2009، ص:253

⁴عبد المنعم التهامي، " التمويل مقدمة في المنشآت و الاسواق المالية ، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1985، ص: 33

⁵عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص: 16

- وتعرفها د. نادية مكاوي أبوفخرة على أنها : التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي)، بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي)¹.
- ويعرفها د. أحمد أبو الفتوح الناقه بأنها الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز².
- ومن خلال التعريفات السابقة نلاحظ أن مختلف المنظرين الذين حاولوا اعطاء مفهوم للسوق المالي اتفقت نظرتهم في ذلك على عناصر معينة يمكن ايجازها فيما يلي:
- 1- أن موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال لذا يقال سوق مالية أو سوق المال وبالتالي يضاف المال دوماً إلى السوق، ويقصد هنا بالمال المال في صورته النقدية فلا تدخل أسواق السلع في مفهوم السوق المالي وكذلك الامر بالنسبة لسوق العملات إذ تعتبر العملة في حد ذاتها سلعة تُباع وتُشتري.
- 2- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في الوظيفة الادخارية من خلال تجميع المدخرات المالية من أصحاب الفوائض المالية واثاحتها لأصحاب العجز المالي وفقاً لآلية معينة وبشروط محددة.
- 3- تتم عملية الالتقاء بين أصحاب الفوائض المالية واصحاب العجز المالي من خلال اصدار أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات من طرف اصحاب العجز ويتم اقتناؤها من طرف اصحاب الفوائض مقابل حصولهم على مكافأة بحيث تعتبر هذه الادوات إلتزامات بالنسبة لمصديرها وأصولاً بالنسبة لحاملها(مشتريها).
- 4- من خلال الخاصية الثالثة يمكن أن نميز بين مرحلتين تتمان داخل السوق المالي ، المرحلة الاولى والتي يتم فيها اصدار الأدوات المالية وتعرف بالسوق الأولية أي السوق التي يتم فيها اصدار الاوراق المالية لأول مرة، والمرحلة الثانية وهي المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الاوراق المالية وبالتالي نقول أن السوق المالي لفظ يراد به مجموع السوقيين سوق الاصدار وسوق التداول.

¹ نادية مكاوي أبو فخرة، " اتجاه معاصر في ادارة المنشآت و الأسواق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ص: 15

² أحمد أبو الفتوح الناقه، " نظرية النقود و البنوك و الاسواق المالية، مرجع سابق، ص: 16

5- يطلق على إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة وشهادات الايداع، والأوراق التجارية يطلق عليها سوق النقد، أما اصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الاجل(الاسهم والسندات، الصكوك...) بسوق رأس المال.

6- تحتاج السوق المالية إلى قنوات تساعد على أداء وظيفتها من خلال الدور الذي تلعبه بعض المؤسسات والتي تسمى مؤسسات الوساطة المالية، كالبنوك التجارية، شركات ومؤسسات الادخار، شركات التأمين بحيث تعتبر جزء لا يتجزأ من السوق المالي.

7- التطور الحاصل في السوق بشكل عام والذي من خلاله أصبح الالتقاء بين البائع والمشتري ليس ضروريا بفعل التطور الحاصل في وسائل الاتصال الحديثة كشبكات الهاتف والانترنت وغيرها، بحيث ألقى هذا التطور بضلاله على السوق المالي فأصبح المكان أو الحيز ليس شرطا رئيسيا لإقامة سوق مالي. ومن خلال ما سبق وتجميعا لمختلف الآراء والتعريفات السابقة في تعريف شامل يمكن تعريف السوق المالي كما يلي: "هو المجال والآلية التي يعتمد عليها أصحاب العجز المالي للحصول على رؤوس الاموال الموجودة بحوزة أصحاب الفوائض المالية بغرض تمويل مشاريعهم الاستثمارية من خلال اصدار وتداول أدوات معينة بشروط وقوانين محددة".
إنّ التعريف بالسوق المالي يحمل بين طياته أهم الوظائف التي أنشأت من أجلها الاسواق المالية والبورصات واهميتها، وستتطرق الى ذلك من خلال ذكر وظائف وأهمية السوق المالية أولا ثم البورصة.

المطلب الثاني: وظيفة وأهمية السوق المالية والبورصة

الفرع الأول: وظيفة وأهمية السوق المالي

أ-وظيفة السوق المالي:

فمهما تعددت اتجاهات المفكرين والمختصين في الشأن المالي فإنّ وظائف السوق المالي في مجملها تنحصر في ثلاثة وظائف رئيسية : الاولى تُمثل وظيفة ادخارية، والثانية وظيفة تمويلية، أما الثالثة فتتمثل في الوظيفة الاقتصادية و التنموية¹.

¹مُجد و جيه حنيني ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية دراسة تطبيقية، ط 1 ، عمان، دار النفائس، ص:38

1- الوظيفة الادخارية للسوق المالي

من خلال هذه الوظيفة تظهر سهولة ايجاد أصحاب الفوائض المالية الفرص اللازمة لتوظيف أموالهم سواء بسبب قلة خبرتهم في المجال المالي أو عدم امتلاكهم الوقت الكافي لاقامة استثمارات، ويرغبون من خلال ذلك ايجاد مجال آمن لاستثمار أموالهم وتحقيق عوائد اضافية، ومن هنا تتضح الوظيفة الادخارية للسوق المالي من خلال تجميع أموال المدخرين مهما قل حجمها في وعاء واحد يستفيد منه المستثمرين المحتاجين لأموال كبيرة.

2- الوظيفة التمويلية

وهي وظيفة متزامنة مع الوظيفة الادخارية حيث يحدثان في نفس الوقت ولغاية واحدة، فمن خلال قيام السوق المالي بالجمع بين أصحاب الفوائض المالية أصحاب العجز المالي فهي بذلك تؤدي دور الوسيط بين عارضي رؤوس الأموال (أفراد، مؤسسات، حكومات) وطالبي هذه الأموال (أفراد، مؤسسات، حكومات)، الذين يطلبون الأموال لمشاريعهم واستثماراتهم، وحتى للإنفاق العام في حالة صاحب العجز حكومة ما، وهنا يجب الاشارة إلى أنه يوجد مصدرين مختلفين لرؤوس الاموال:

1- مصدر تمويل داخلي (محلي): أي ان طرفا العملية التمويلية (وحدات الادخار ووحدات الاستثمار) من نفس البلد، وهذا النوع من المصادر يعود بالفائدة على الطرفين من دون أي سلبات تذكر.

2- مصدر تمويل خارجي (دولي): أي قيام المستثمرين المحليين بطلب الأموال من أطراف أجنبية خارج البلد المحلي، وهنا قد تحدث بعض المشاكل من جراء ما يطلبه أصحاب الاموال الأجانب من ضمانات وامتيازات وشروط مسبقة مقابل اتمام العملية التمويلية، الامر الذي يجر إلى تبعية للأجنبي بالإضافة إلى الانقياد إلى اقتصاديات المديونية.

ومنها يتبين الدور الذي تلعبه السوق المالية في توفير المصادر التمويلية للمستثمرين ومن هم بحاجة إلى الأموال كما يوضح نوع المصدر التمويلية أهمية التمويل المحلي على نظيره الاجنبي بحيث تنعكس الآثار الايجابية للتمويل المحلي على أفراد البلد واقتصادها وهذا ما سنشرحه من خلال الوظيفة الثالثة للسوق المالي:

3- الوظيفة الاقتصادية و التنمية

لقد أصبح مصطلح التنمية في السنوات الاخيرة غاية وهدف كل الشعوب والدول فمن خلال وصفها بأنها عملية تفاعلية يزداد من خلالها الدخل القومي والفردى، فأصبحت تجند لها كل الوسائل والمعدات من أجل الوصول إلى هذه الغاية، فالسوق المالية تعتبر وسيلة من الوسائل التي تساهم في تحقيق التنمية من خلال تعبئة الاموال اللازمة للمشاريع الاستثمارية وبالتالي تحقيق فوائض مالية من خلال استعمال الاموال المدخرة لدى الهيئات والافراد، ومن هنا نستطيع أن نقول بأن الوظيفة التنموية للسوق المالية هي نتيجة وغاية للوظيفتين السابقتين (الوظيفة الادخارية و التمويلية)

وتختلف نظرة الاقتصاديين حول الاساليب والطرق الواجب اتباعها لتحقيق التنمية الاقتصادية باختلافات النظريات الباحثة في ذلك وتعد نظرية التراكم الرأسمالي أبرز تلك النظريات، حيث يعتبر كثير من الاقتصاديين أن التراكم الرأسمالي يمثل جوهر العملية التنموية والتي من خلاله تصبح أوجه التنمية ممكنة و فقا لهذه نظرية يوجد معوّقين اثنين للعملية التنموية وهما:

- النقص الحاد أو النسبي في التراكم الرأسمالي.

- إضافة إلى ضعف التوظيف الراشد له .

وللقضاء على هذين المعوقين تلجأ كثير من الدول التي تعاني من النقص في التراكم الرأسمالي الذي لا يف بمتطلبات التنمية لإيجاد الحلول والبدائل بمختلف الأدوات و الأساليب، منها:

1- اللجوء إلى زيادة الاصدار النقدي كأسلوب من أساليب التوسع النقدي وغالبا لا يرتبط حجم الاصدار بالانتاج الحقيقي من السلع لاسيما في الدول النامية وهو ما يعرف بالتمويل التضخمي وهو أداة غير صحية على الاقتصاد.

2- توفير رأس المال عن طريق جذب رؤوس الاموال العاطلة لدى وحدات الفائض الادخاري والتي لم تتمكن من استثمارها سواء لنقص كفاءتها في ادارة الاموال أو لعدم امتلاكها للوقت الكافي للقيام بذلك، لذلك يرغب اصحابها باستثمارها لدى الآخرين وهم أصحاب العجز الطالبين والمحتاجين لرأس المال وتعتبر هذه الأداة من الأدوات الصحية لأنها تعمل على استقطاب رؤوس الاموال العاطلة لإستعمالها في العمليات الاستثمارية وخلق

من وراء ذلك فائض للقيمة وبالتالي زيادة في الدخل الذي يعتبر مقياساً للتنمية، وغالباً ما يلعب هذا الدور سوق رأس المال أكثر منه سوق النقد لتمييز أدواته التقليدية كألسهم والسندات بطول الأجل، الأمر الذي تحتاجه عملية التنمية.

إذن تنبني هذه الوظيفة أساساً على الوظيفة التمويلية، إذ بتحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين (الوظيفة التمويلية)، يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام هذه الموارد المالية في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج القومي، وعلى هذا فإن أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد في الاقتصاد، وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية، وبهذا اتضحت العلاقة بين الوظائف الثلاث (الادخارية، التمويلية والاقتصادية) وأنها تكاملية، وأن الأولى والثانية يَحصلان معا وهما الوسيلة للثالثة وأداة من أدواتها، إلى أن تصب نتائج الأعمال والجهود والاستثمارات لصالح التنمية الاقتصادية، بعد تحقيق الشرط الثاني والمهم وهو حسن توظيف المال، وما يستلزمه من أدوات تقنية أو ذهنية ملائمة.¹

ب- أهمية الأسواق المالية: أثبتت الأسواق المالية خلال فترات الطويلة الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات و تكمن أهميتها في الأتي²:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية مما يحفز هؤلاء على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات المختلفة.
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين من خلال رفع عوائد مدخراتهم.
- تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية في تلك الأسواق بين الأشخاص والمؤسسات كأطراف اقتصادية.
- تربط الأسواق المالية النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الإستثمارية طويلة الأجل مما يؤدي إلى تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية في الأسواق المالية.

¹ مجّد و جبه حنيني ، مرجع سبق ذكره، ص: 41

² سالم صلال راهي الحسنوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2017، ص60

- قيام ادارات الاسواق المالية ومكاتبها المتخصصة في تقديم النصح والمشورة للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الادوات.
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الادوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحوط.
- تعد مرجعا لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية.

الفرع الثاني : وظيفة و أهمية البورصة*

باعتبار أن البورصة قسم من أقسام السوق المالي وبالتالي وظيفتها من وظائف السوق المالي وأهميتها من أهميته، وإفراد وظيفة البورصة لوحدها كان فقط لتوضيح المرحلة التي يمكن أن نلمس فيها الوظائف الأساسية للبورصة من خلال تداول الأوراق المالية، وهناك نجد وظيفتين للبورصة وظيفة أساسية أو أصلية ووظيفة تابعة أو ثانوية:

- 1- **الوظيفة الأساسية:** وهي وظيفة يصطلح على تسميتها بتحويل الانتظار، أي تحويل انتظار انقضاء آجال الورقة المالية من خلال بيعها آنيا والحصول على السيولة وهذا ما يعرف بتسييل الأصول المالية وهي الوظيفة الأساسية التي عرفت بها البورصة، بحيث تعتبر وظيفة هامة تساعد على استمرار وديمومة السوق المالي ونجاحه، فلولا وجود البورصة لما أقدم المدخرين على شراء الأوراق المالية، بل يعلمون أن عند شرائهم لأصول مالية أنهم قادرون على بيعها لحظة احتياجهم للسيولة وهذا ما توفره البورصة من خلال آلية عرض وطلب الأوراق المالية وسرعة تنفيذهما.

* المقصود بالبورصة هنا بورصة الأوراق المالية، التي يكون محل التعامل فيها هو الأوراق المالية و ليس البورصات الأخرى التي يكون محل التعامل فيها العملات أو السلع أو أسعار الفائدة أو غيرها.

2- الوظيفة التابعة: بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية هناك وظائف تابعة أو مشتقة عن الوظيفة الرئيسية

وهذه الوظائف في الحقيقة تعبر عن أهمية البورصة، والتي نوجزها فيما يلي:

- تتيح أسعار عادلة ومعلنة للأوراق المالية: العدالة في الأسعار تعني أن تكون القيم السوقية للأوراق المالية تساوي القيم الحقيقية لها، وهذا بفعل قانون العرض والطلب ومحدداتهما الحقيقية، المبنية على مبدأ إفصاح المعلومات الملزمة بما الشركات من حيث الأرباح المحققة، المركز المالي، القدرة على الوفاء بالالتزامات، ... الخ، وبالتالي بناء على معلومات الشركة المعلنة في البورصة يكون سلوك المستثمرين اتجاه أوراقها المالية فهم يقومون ببناء توقعاتهم وفقاً لمكانة الشركة ومتانة مركزها المالي وهكذا يتم تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية، فقط يجب أن تكون محددات العرض والطلب على الأوراق المالية حقيقة غير مصطنعة.

- سوق مستمرة ومنظمة وأداة لتقييم المشروعات والشركات.

- مرآة ومؤشر للنشاط الاقتصادي¹.

- فرصة للاستثمارات قصيرة الأجل وتساعد في جذب الاستثمارات الأجنبية.

- تقدم البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة.

- بورصة الأوراق المالية أداة لتقوية الائتمان، رقابة وضبط على حركة رؤوس الأموال.

- تساعد الحكومة في تطبيق السياسات النقدية وتساهم في التقليل من الديون الخارجية.

- أداة من أدوات تحويل الخطر والتحوط وتساعد في قبول الأوراق المالية المسجلة فيها كضمانات و رهون.

- تساعد في حل مشكلات السيولة وهي الملجأ الأخير للتركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل لدى البنوك

الإسلامية.

- تزيد من إيرادات الحكومة من خلال مداخيل الناتجة عن الضرائب على الصفقات التجارية.

¹ أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار النشر ساسلة صالح كمال، 1995، ص: 48

المطلب الثالث: التطور التاريخي للأسواق المالية ونشأتها: عرفت الاسواق المالية تطورات عديدة ومتسارعة عبر عدّة مراحل وأصبحت لها وظائف كثيرة، الامر الذي أدى إلى تزايد حاجة الافراد والحكومات للخدمات التي باتت توفرها، وسنحاول فيمايلي التطرق لمختلف المحطات التي ساهمت في نشأة الاسواق المالية

الفرع الأول: الظروف التي ساعدت على نشأة السوق المالي

1- **العوامل التي ساهمت في نشأة الاسواق المالية:** صاحب تطور الاسواق المالية عدة عوامل وساعدتها كثير من الظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية وحتى الديموغرافية نذكرها فيمايلي:

1-أ- **الثورة الصناعية:** ساعدت الثورة الصناعية خلال القرن الثامن عشر في التحول من الانتاج الصغير إلى الانتاج الضخم، بفعل الحاجة الماسة للمواد الخام التي اصبحت تحتاجها الصناعات وبالتالي أصبحت تظهر الحاجة الماسة إلى رؤوس الاموال.

1-ب- **النمو الديموغرافي الكبير:** ظهور الصناعة أدّى إلى تحسن المعيشة وزيادة المواليد، كما ساهمت الثورة الصناعية في ظهور المدن وازدحامها بالسكان مما احتاج إلى تمولينها بالمواد الغذائية وضروريات العيش، مما اقتضى الامر إلى ضرورة توفر سوق لتجميع المحاصيل الزراعية، وهنا ظهر ما يعرف بالسماصرة من تجار مضاربين وتجار الجملة وهكذا نشأت ما يعرف بالبورصات لتكون المكان المنظم والمسير لهذه المعاملات من الفريقيين من السماصرة.

1-ج- **حاجة الحكومات للأموال:** إن تزايد النفقات الحكومية وخاصة الحربية منها التي خاضتها معظم الدول بحثا عن المواد الاولية من الأراضي المستعمرة من جهة أو بحثا عن أسواق لتصريف منتجاتها من جهة أخرى، مما جعل الحكومات تلجأ الى مواطنيها للإقتراض منهم مقابل منحهم سندات تثبت مديونيتها لهؤلاء المقرضين.

1-د- **ظهور الشركات الخاصة وحاجتها للأموال:** بعد تحقيق رجال الاعمال لثروة كبيرة وبروزهم في مجال الاستثمار زادت حاجتهم أكثر لرؤوس الاموال بغرض توسيع مشاريعهم الامر الذي جعلهم يلجئون إلى الاقتراض مقابل اصدار سندات وبيعها للحصول على الاموال اللازمة ويصبح حملة السندات دائنين لمصدريها.

وقد صاحب هذه العوامل التقدم الصناعي الذي نتج عنه ضخامة في حجم الانتاج وظهور الاختراع الذي أنتج سلع استهلاكية جديدة، مما استلزم الحاجة للتمويل فظهرت شركات المساهمة التي قامت بتجزئة رأسمالها إلى أسهم لمن يريد المشاركة في التمويل بغرض توظيف الأموال والحصول على أرباح، فخلال هذه المرحلة عرف الاقتصاد العالمي انتشار الاسهم والسندات بشكل واسع وبدأ ظهور نشاط الاسواق المالية بشكلها الحالي.

الفرع الثاني: نشأة السوق المالية

يختلف مفهوم السوق المالية بمفهومها المعاصر إلى حد كبير عن مفهومها التقليدي، فالسوق المالية المعاصرة لا يشترط فيه المكان ولا اللقاء المباشر فضلا على أن محل التبادل ليس المال بصورته السلعية وإنما المال بصورته النقدية السائلة، وما قد ينوب عنه من أدوات وأوراق مالية أو تجارية، والتي بدأ ظهورها وتزايدها مع رواج التعامل النقدي بين الناس، ارتباطا بظاهرة التوسع النقدي نفسها.

ويجب عند النظر إلى نشأة الأسواق المالية المعاصرة، الانتباه إلى أن النشأة بدأت بوجود عمليات حركة رؤوس الاموال بين وحدتي الفائض والعجز عبر مؤسسات مالية مختلفة ومنظمة تقوم بدور الوساطة المالية بينهما، أهمها البنوك التجارية وشركات المساهمة العامة، وعبر أدوات مالية معينة، وأهمها الأوراق المالية والتجارية، وعلى ذلك تعد بداية نشأة هذه المؤسسات والأدوات المالية، هي نفسها بداية نشأة الأسواق المالية بمفهومها المعاصر، بالنظر إلى الوظيفة التي تقدمها المصارف كوسيط مالي بين المدخرين والمستثمرين، وعليه يمكن اعتبار تاريخ إنشاء أول مصرف بمفهومه الحديث في منتصف القرن الثاني عشر ميلادي، حيث تأسس أول بنك في البندقية في ايطاليا عام 1157، يمكن اعتبار هذا التاريخ هو تاريخ لنشأة الأسواق المالية المعاصرة، ثم تلاه بنك برشلونة عام 1401 م ثم بنك رياتو عام 1587 م ثم بنك امستردام عام 1609م، ثم توسعت الاسواق المالية في القرنين السادس عشر والسابع عشر الميلاديين إبان انتشار الاستعمار الاوروي للبلدان الشرقية، حيث احتاج الامر إلى أموال ضخمة لاستثمار في المستعمرات الواسعة في الهند وأمريكا وافريقيا، فنشأت الشركات الكبرى المساهمة ذات الطابع الحكومي، وذلك عن طريق إصدار أدوات قابلة للتداول وهي الأسهم¹، وبعد

¹ محمد و جيه حنيني ، مرجع سبق ذكره، ص:30

ذلك وبسبب الحروب التي نشأت بين الدول الكبرى، اضطرت هذه الدول إلى الإقتراض من الافراد والشركات والمؤسسات عن طريق اصدار سندات وبيعها للحصول على الاموال لمواجهة تكاليف الحرب.

الفرع الثالث: نشأة البورصة وأصل المصطلح

ترجع كلمة بورصة إلى مكان في مدينة بروج البلجيكية كان يلتقي فيه التجار خلال القرن السادس عشر حيث كان أحد كبار التجار يملك قصرا تتم فيه مختلف المعاملات التجارية ، فكان هذا القصر المكان المنظم لهذه المعاملات ومنها بدأت تتبلور فكرة انشاء البورصة.

ويذكر كثير من المفكرين أن كلمة بورصة تعود إلى اللقب الذي يحمله أحد التجار: " VANDER BURS " الذي كان يملك فندقا في مدينة بروج البلجيكية وكان ملتقى التجار في القرن السادس عشر في المدينة المذكورة¹.

ويذهب بعض المفكرين إلى أن كلمة بورصة استخدمت أول مرة في الامر الفرنسي " ledit " الصادر في جويلية 1549 ميلادي ، والذي أنشأت بموجبه بورصة تولوز.

وعلى الأرجح أن البورصة بمفهومها المعاصر نشأت من خلال اللقاءات الدورية التي كانت تتم بين التجار في فندق عائلة فاندر بورص بمدينة بروج إلا أن الصفقات التي كانت تجرى آنذاك لم تكن مفصولة فيما بينها بل كانت تجرى مختلطة وليس بينها خط فاصل كما هو الحال اليوم، ففيها يتم تداول السلع والبضائع المختلفة وفيها تداول الاوراق التجارية وفيها أعمال الصرافة ، وبالتالي اختلطت فيها وظائف البنوك بوظائف البورصات والاسواق المالية.

ومن خلال ما ذكرناه حول نشأة الاسواق المالية و البورصات يجب التنويه إلى النقاط التالية:

- يعتبر مفهوم السوق المالي أوسع من مفهوم البورصة وبينهما عموم وخصوص، كما أن نشأة السوق المالي سبق نشأة البورصة.

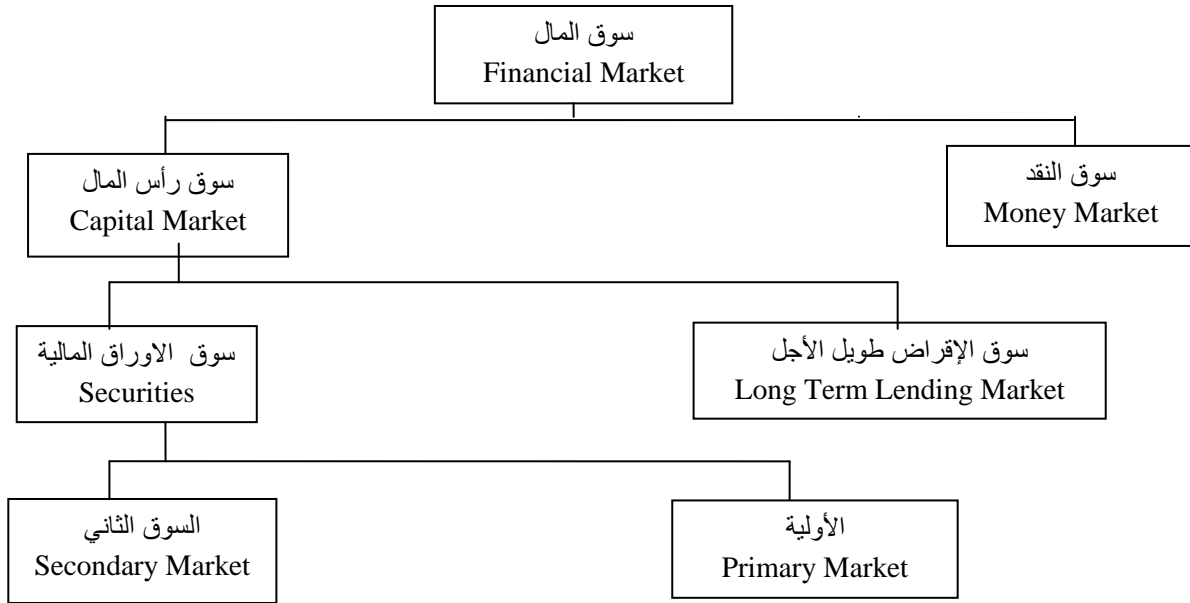
¹ عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الاوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري و السعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، ط1، ص:27

- محل التعامل في السوق المالية هو المال بصورته النقدية، أما البورصة فالتعامل فيها يتم بالمال بصورته النقدية والسلعية.
- تعتبر السلع والبضائع والاوراق التجارية أول ما تم التعامل فيه في البورصة ثم جاء التعامل في الاوراق المالية.
- إن بورصات السلع والبضائع (الأصول الحقيقية) لا تعد من الاسواق المالية، وإنما هي من الأسواق التجارية المنظمة¹.

المطلب الرابع: أنواع الاسواق المالية

لغرض التوضيح أكثر لمفهوم السوق المالية سنتطرق في هذا المطلب إلى أنواع وأقسام السوق المالية وذلك من أجل تحليل مكوناتها الرئيسية، من خلال المخطط المبين في الشكل رقم (01) يمكن الإلمام بمختلف تقسيمات السوق المالية.

الشكل رقم (01): تقسيمات سوق المال



المصدر: محمد أحمد عبد النبي، الاسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون بالاردن، الطبعة

الاولى 2009، ص 28.

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 33

وحسب الشكل رقم(01) يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال، والذي ينقسم بدوره إلى سوق الإقراض طويل الأجل وسوق الأوراق المالية، هذا الأخير ينقسم إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

ويمكن اعتبار سوق رأس المال القناة الأكثر فعالية لتجميع الأموال، ومن ثم تخصيص وتحويل الموارد المالية المتاحة من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي. ومهما تعددت التصنيفات واختلفت التقسيمات فإنّ السوق المالية تتكون من جزأين رئيسيين:

الجزء الأول: يتم خلاله عرض الأموال والطلب عليها من خلال قيام أصحاب العجز المالي بطلب الأموال عن طريق اصدار أدوات مالية وبيعها لأصحاب الفائض المالي، ويطلق على هذا الجزء بالسوق الأولي.

الجزء الثاني : والذي يتم فيه تداول هذه الأدوات بيعا وشراء ويطلق عليه السوق الثانوي.

أما الأدوات التي يتم اصدارها وتداولها فهي تختلف حسب تواريخ استحقاقها، فمنها المتوسطة وطويلة الأجل كالسندات والأسهم ، ومنها القصيرة الأجل كأذونات الخزانة والأوراق التجارية.

ويطلق على السوق التي يتم فيها اصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل: سوق الرأس المال، بينما يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل القصير: سوق النقد.وتداول هذه الأدوات المالية إما أن يجري في قاعات معدة لذلك، وإما أن يجري من خلال مكاتب سماسرة الأوراق المالية ، والوسطاء الماليين.

يطلق على القاعة المخصصة للتداول: البورصة، أو السوق المنظمة، بينما يطلق على التداول الذي يتم من خلال مكاتب السماسرة والوسطاء: سوق التداول خارج البورصة ، أو السوق غير المنظمة¹.

ورغم صعوبة التمييز بين أنواع الأسواق المالية، نظرا لتداخل تقسيماتها إلا أنه وتسهيلا لمعالجة الموضوع، وتوضيحا للجوانب المختلفة للسوق المالي يمكن تقسيمها كما يلي:

1-أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.

2-أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

¹ مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 59

3- أنواع الأسواق المالية من مكان التداول.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

وحسب هذا التقسيم يمكن أن نميز بين نوعين من الأسواق: أسواق النقد وأسواق رأس المال

أ- **أسواق النقد:** يتم التعامل خلال هذه الاسواق بالأدوات المالية قصيرة الأجل (أقل من سنة واحدة) بين أطراف منتشرة جغرافيا، أي أن هذه السوق ليس لها هيكل مادي وتنظيمي محدد لأن المشاركين في هذه السوق هم أطراف متعددة ومختلفة في طبيعتها وخصائصها، مثل الحكومات المركزية ووكالاتها، الحكومات المحلية وغيرها من الشركات غير المالية التي تسعى لتمويل احتياجاتها المالية قصيرة الأجل، وقد ارتبطت أسواق النقد بنشأة البنوك والودائع لذا تعتبر من أقدم أسواق المال، أما الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق تتمثل في أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع المصرفية.

ب- ومن أهم خصائص أسواق النقد نجد¹:

- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد.
 - الأموال التي يوفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودوريا.
 - يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية من المخاطر في بعض منها لاسيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى.
 - أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية.
 - أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض.
 - أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.
- وتتكون سوق النقد من مجموعتين من المتعاملين²:

¹ خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، 2020/2019، ص 24 و 25

² مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 64

المجموعة الأولى: العارضون للأموال، وهم المقرضون، كالمنشآت ، والأفراد، الذين يرغبون في استثمار مؤقت لأموالهم الفائضة عن احتياجاتهم الحالي، فيقومون بشراء الأصول(الأدوات) المالية ذات الأجل القصير، للحصول على ما تدره هذه الأصول من عائد، مع الاستفادة مما تتميز به هذه الأصول، من إمكان تحويلها إلى نقد عند الحاجة، بحد أدنى من الخسائر، أو بدون خسائر أصلاً.

المجموعة الثانية: الطالبون للأموال وهم المقترضون، كالحكومات، والمنشآت والبنوك التجارية، والأفراد الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية، للوفاء بالتزامات عاجلة، أو تغطية عجز مؤقت، فيلجؤون إلى سوق النقد، للحصول على الأموال اللازمة لذلك، وذلك بالإقتراض المباشر، أو بإصدار أنواع من الأدوات المالية، كالأوراق التجارية ، وشهادات الإيداع، وأذون الخزانة، أو بيع ما يملكونه من أصول قصيرة الأجل.

بالإضافة إلى هاتين المجموعتين تدخل السلطات النقدية المركزية إلى سوق النقد لأغراض من بينها، التحكم في الائتمان، وممارسة دور الرقابة على عرض النقود في الاقتصاد القومي، من خلال تغيير نسبة الإحتياطي الإلزامي، أو القيام بعمليات السوق المفتوحة.

ب- سوق رأس المال: هي السوق التي تتكون من المؤسسات والافراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية طويلة الأجل أي اقتراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ويكون اقتراض هذه الاموال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال الأموال لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال وهو تمويل استثمارات رأسمالية (طويلة الأجل) وبعبارة أخرى فإن سوق رأس المال تمثل نقطة الالتقاء بين الإستثمار الطويل الأجل بالتمويل الطويل الأجل¹.

وتتكون سوق رأس المال من مجموعتين:

المجموعة الأولى: وهي عموماً تتكون من أصحاب الفوائض المالية عارضي الأموال، وهم المقرضون، أو المشاركون، من الحكومات، والأفراد، والمؤسسات المالية، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها.

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر و التوزيع بالقاهرة، 2007، ص: 21

المجموعة الثانية: وتتكون أصحاب العجز المالي طالبي الاموال، وهم المقترضون من الحكومات والشركات والأفراد، وكذا مصدرو الأسهم كشرركات المساهمة.

ج- الفرق بين سوق النقد و سوق رأس المال: بالرغم أن كلا السوقين يتفقان في كونهما يقومان بوظيفة السوق المالي المتمثلة في تحويل الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، إلا أنهما يختلفان في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها وفي طبيعة الأطراف المتعاملة في السوق، ونوعية الأدوات التي يتم تداولها في السوق.

فأما ما يتعلق بآجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الاجل القصير التي لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة الواحدة، بينما يتم التعامل في سوق رأس المال بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط و الطويل، وأما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فعتبر البنك المركزي والبنوك التجارية من أهم المؤسسات المتدخلة في سوق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، في حين نجد من بين أهم المؤسسات المتدخلة في سوق رأس المال: بنوك الاستثمار الشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، بالإضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل: صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد وشركات التأمين. والجدول الموالي يوضح الأدوات المالية المشهور تداولها في كل من السوقين(سوق رأس المال وسوق النقد):

جدول رقم(01): الأدوات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال

الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد	الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال
1- أذونات الخزينة	1- الأسهم :
2- شهادات الإيداع القابلة للتداول	أ- أسهم عادية. ب- أسهم ممتازة.
3- الأوراق التجارية	2- السندات:
4- القبولات المصرفية	أ- سندات حكومية. ب- سندات غير حكومية.
	3- حقوق الشراء و البيع:

أ- حقوق الشراء والبيع التي يصدرها الأفراد.	
ب- حقوق الشراء والبيع التي يصدرها الشركات.	

المصدر: أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع بالقاهرة، 2007 ص: 23

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول: ونميز هنا بين نوعين من الأسواق أسواق أولية و أسواق ثانوية.

أ- **الأسواق الأولية:** سميت بالسوق الأولية لأن الشركات والمؤسسات تقوم بطرح الأسهم والسندات للبيع لأول مرة، وهي العملية التي تسعى من خلالها الشركات والمؤسسات للحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها ولذلك يعتبر هذا السوق سوق الاستثمار الحقيقي للشركة، بخلاف سوق الاستثمار المالي الذي ينشأ بعد شراء الأوراق المالية في السوق الاولي وإعادة بيعها من خلال السوق الثانوي. ولإيضاح مفهوم السوق الأولية أكثر، يمكن إبراز الأمور التالية¹:

أولاً: السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية التي يتم تسويقها من قبل مؤسسات مالية متخصصة في هذا الشأن، وهي السوق التي من خلالها - أيضاً- تقترض الحكومات والشركات، وغيرها ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات.

ثانياً: في السوق الأولية تبرم العقود مباشرة بين مصدري الاوراق المالية وبين مشتري هذه الأوراق من المقرضين أو المساهمين، فالعلاقة التي تنشأ عن هذه العقود هي علاقة مقرض بمقترض، أو شريك بشريكه، وهذا بخلاف السوق الثانوية كما سيأتي ذكره حيث لا تبرم العقود بين الشركة ومشتري الورقة، بل بين مشتري الورقة من السوق الأولية وبين المشتري الجديد، أو بين المشتري الجديد ومشتريه جديد آخر، وهكذا فالعلاقة التي تنشأ من هذا العقد هي علاقة بائع بمشتري ، وإن كان ينشأ عن هذا العقد أن يحل المشتري الجديد محل المقرض الأول فيصبح هو الدائن للشركة، أو يحل محل المساهم فيصبح هو الشريك بدلا منه.

¹ مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 68، 69

ثالثاً: في السوق الأولية تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية من جراء بيع هذه الأوراق، على احتياجها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية، حيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال.

ومن هنا قيل عن السوق الأولية: أنها سوق الاستثمار الحقيقي، وعن السوق الثانوية: أنها سوق الإستثمار المالي، لا الاستثمار الحقيقي.

رابعاً: يتم تصريف الاصدارات الجديدة من الاوراق المالية بأحد الأساليب الثلاثة التالية:

الاسلوب الاول (الأسلوب المباشر): بمعنى أن تباشر الشركة بنفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين، من الأفراد، أو المؤسسات المالية، وبيع تلك الأوراق لهم.

الأسلوب الثاني (الأسلوب غير المباشر): بمعنى أن ينوب على الشركة المصدرة للأوراق المالية وكلاء متخصصون كبنوك الاستثمار حيث يقوم البنك بتسويق أوراقها المالية وعرضها على الجمهور.

الأسلوب الثالث (الأسلوب الشبه المباشر): إذ ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية ومعنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل واضح في عمليات إلتقاء وحدة العجز مع وحدة الفائض وتشكيل السوق المالية، وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار في إطار تحمل التجار مخاطر لا يواجهها السماسرة إلا أن كلاهما يمارس دور وسيطا في عملية إلتقاء تيار الطلب و تيار العرض في السوق المالي، ويتضح من ذلك أن السوق المالي شبه المباشر يتميز عن سوق التمويل المباشر في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطلبين على حد سواء لذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانية وحدات الفائض، فضلا عن دور الوسيط (السمسار والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين، إلا أن القيد المرتبط بهذا الشكل هو بقاء وحدة الفائض حائزة على أصول مالية مباشرة وما يترتب على ذلك من مخاطر¹.

¹ مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، ط1، دار رسلان، دمشق-سوريا، 2009، ص 27-28

إذن فالشركات والمؤسسات المصدرة للاوراق المالية توكل إلى البنوك نيابة عنها مهمة اصدار وبيع الأوراق المالية، فيتم الإكتتاب عن طريق البنك لصالح الشركة أو المؤسسة، وهناك ثلاثة أنواع من عروض الإكتتاب¹:

1-عروض الإكتتاب الكامل: وفيها يلتزم البنك بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل ومهما كانت استجابة السوق.

2- عروض بذل أقصى جهد: حيث في هذه الحالة فإن البنك يكون ملزم ببذل أقصى جهد من أجل تحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ولكنه في نفس الوقت لا يقدم في النهاية إلى المؤسسة إلا ما توصل إليه اكتتابات فعليا مهما كانت نسبتها من إجمالي العملية.

3- العروض المزدوجة: أما في هذه الحالة فإن البنك يكون ملتزما بتقديم مبلغ معين (نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي يبذل فيه أقصى جهد.

ومن أهم خصائص الإصدار أنها غير دورية بل تلجأ إليها المؤسسات في الغالب عند احتياجها للأموال.

أ- الأسواق الثانوية: بعكس السوق الأولي الذي يعتبر سوق إصدار فإن السوق الثانوي يعتبر سوق تداول أي يتم فيه التعامل بيعا وشراء بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، وهو سوق يسمح لحملة الأوراق المالية بحصول على الأموال بصيغته السائلة من خلال بيع ما بحوزتهم، وبالتالي يعتبر السوق الثانوي الدعامة الرئيسة لديمومة واستمرار السوق الأولي.

وتعتبر السوق الثانوي سوق استثمار مالي بحيث يلجأ إليها المتعاملون في الاسواق المالية طمعا في تحقيق أرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار، بحيث يشترون الأوراق المالية ويتحنون فترات ارتفاع أسعارها لإعادة بيعها، كما يلجأ حملة الاوراق المالية إلى السوق الثانوي رغبة في الحصول على السيولة التي يحتاجونها من خلال بيع ما يملكون أو جزء من ما يملكون.

أما فيما يخص طرق التسوية ونقل الملكية بالنسبة للأسهم فتتم عن طريق القيد في سجلات الشركة إذا كانت اسمية، أو عن طريق التسليم إذا كانت لحامله، ذلك أن السهم قد يكون اسميا وهو الذي يحمل اسم

¹ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلوي بالشلف، سنة 2015/2014، ص: 10، 11.

المساهم وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة، وقد يكون السهم لحامله وهو الذي لا يحمل اسم المساهم، وإنما يحمل عبارة أن **السهم لحامله**، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.

التعامل في السوق الثانوي يكون بين المتعاملين من غير أن تكون الشركة طرفاً في هذه المعاملات ولا تستفيد الشركة مالياً من جراء تداول الورقة المالية، وإنما تحقق مزايا أخرى بفعل ارتفاع حجم تداول أوراقها مثل:

- التشهير الدائم للشركة مما يزيد في حجم مبيعاتها.

- التعرف على المركز المالي للشركة من خلال الاطلاع على أسعار أوراقها، الأمر الذي يكسبها ثقة جميع المتعاملين معها ويشجع المستثمرين على شراء إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية، كما يسهل لها الحصول على القروض في حال لجوءها لذلك.

- تمكين ملاك الشركة من بيع أسهمهم فيها في أسرع وقت ممكن وبأفضل الأسعار.

تعتبر السوق الثانوي سوقاً مستمرة الأمر الذي يتيح لحاملي الأوراق المالية بيعها في أي وقت شاءوا، مما يشجع ذلك اللجوء إلى الأسواق الأولية لشراء الأوراق المالية لأنهم يعلمون أنهم بإمكانهم بيعها في السوق الثانوي، وهنا نستنتج العلاقة الوطيدة بين السوق الأولي والسوق الثانوي وأنهما يكملان بعضهما البعض.

وتجدر الإشارة أن التعامل في السوق الثانوي إما يجري في بورصة الأوراق المالية، وإما يجري خارجها وهذا يجزئنا للتطرق للنوع الثالث من التقسيمات ألا وهو التقسيم حسب مكان التداول.

الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول

وهنا نميز بين نوعين من الأسواق المالية: السوق المنظمة (البورصة)، وسوق التداول خارج البورصة (السوق غير المنظم).

1- البورصة أو السوق المنظمة (**The Organized Market**): وتسمى كذلك السوق الرسمية، سوق المزاد لأنه غالباً ما يتم البيع فيها بالمزايدة، وتسمى كذلك بالسوق القارة ذلك أنها تقام في مكان واحد وثابت.

وتتميز بالبورصة بأنها توجد في مكان معين يلتقي فيه المتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية ، وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة، تسمح بقيدها في قوائم السوق، وترتبط هذه الشروط عادة بعدد المساهمين، وعدد الأسهم المصدرة، وصافي الربح في السنوات السابقة على طلب التسجيل، ومقدار قيمة أصول الشركة وغير ذلك¹. وتعرف البورصة على أنها المجال الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تباع فيها الإصدارات الجديدة.

ويعرف الدكتور مُجَّد السويلم البورصة بأنها: سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، للتعامل في الأوراق المالية، وفقا لنظم ثابتة، ولوائح محددة².

تعد السوق المنظمة من أهم أصناف السوق الثانوي، لأنها تعد أسواق مالية رسمية تخضع للرقابة الحكومية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية، وعليه يمكن تعريفها بأنها " مكان اجتماع تجري فيه المعاملات في ساعات محددة مسبقا بالنسبة للأوراق المالية، عن طريق سماسرة محترفون ويتم التعامل بصورة علنية، وبالتالي توفر هذه السوق قدرا كبيرا من السيولة ينتفع منها في أصول استثمارية أخرى، وضعفها يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية.

ومما سبق، يمكن توضيح الشروط الآتية لتكون سوق مالية منظمة:

- يجب أن يكون الهدف النهائي لجمع المدخرات هو استثمارها.
- تمكين المستثمرين من الحصول على عوائد من خلال رفع أسعار الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب وإعفاء العائد من الضرائب.
- توفير وسائل الاعلام وتنويعها.

¹ مبارك بن سلمان بن مُجَّد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 79

² مُجَّد السويلم، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصات الاوراق المالية، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 1996، ص: 267

- استقرار وحدة النقد والسيطرة على التضخم لجلب رؤوس الاموال¹.
- 2- الأسواق غير منظمة (Unorganized Market):** وهو السوق الذي تتم فيه المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم، كما أنه سوق ليس له وجود مادي ملموس وإنما هو عبارة عن شبكات اتصالات تجمع بين السماسرة و التجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة.
- أي: أن هذا السوق يعتبر أسلوباً لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات².
- ومن أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الأسواق³:
- سرعة إجراء العمليات وتطور وسائل الإتصال وتحليل المعلومات.
- تعد أكبر حجم من حيث المعاملات وبساطة التعاقد لتنفيذ العمليات، وهي بذلك تكون منافسة للسوق المنظمة.
- تتعامل في الأوراق المالية غير مقيدة لشركات غير مدرجة في تلك الأسواق.
- يعد السماسرة المتخصصون في السوق المالية صناع السوق، أما في السوق غير المنظمة فإن كل فئة تتعامل فيها بمثابة صانعة السوق.
- يتطلب التعامل في هذه السوق خبرة وكفاءة عالية للمتعاملين فيه للقيام بعمليات البيع والشراء.
- تتضمن السوق المالية غير منظمة سوقين، السوق الثالث والسوق الرابع سنتطرق لهما بشيء من التفصيل فيمايلي⁴:

السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهم على

¹ سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، 2017، ص: 63-64

² أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية، دار الطبع مركز جامعة القاهرة 1998 ، ص: 11

³ سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 64

⁴ خلفاوي عبد الصمد، مرجع سبق ذكره، ص: 28

استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق بأي كمية مهما كان حجمها، وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق المالية التي يتم تداولها في تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

السوق الرابع: يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو الحواسيب، ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه لها المستثمر أمواله، وبعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإنّ أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، التي قد يحصل عليها بمجرد إبرام صفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته، وفي ظل السوق الرابع تبرم الصفقات.

الفرع الرابع: تقسيمات أخرى للسوق المالي

بالإضافة إلى التقسيمات السابقة هناك من يقسم الاسواق المالية لإعتبارات أخرى مثل نوعية الاوراق المالية المتداولة في السوق ونفرق هنا أسواق أدوات الدين وأسواق أدوات الملكية، كما أن هناك من يقسم الاسواق المالية وفقا لتوقيت تسليم الاصل المالي فنجد في هذا الصدد أسواق فورية وأسواق مستقبلية.

1- تقسيم الأسواق المالية حسب نوع الاوراق المالية المتداولة في السوق : نميز فيها نوعين من الأسواق،

سوق أدوات الدين وسوق أدوات الملكية

أ- سوق أدوات الدين : وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تثبت مديونية مصدرها مثل السندات، وأذونات الخزينة والأوراق التجارية، حيث تلتزم الجهات المصدرة لهذه الأوراق بسداد قيمتها الاسمية

عند حلول تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى صرف فوائد بصفة دورية ومنتظمة لحملة هذه الاوراق، كما يترتب عن عجز الجهات المصدرة للوفاء بالتزاماتها إشهار إفلاسها.

ب- سوق أدوات الملكية: يتم في هذه الأسواق تداول الأسهم بمختلف أنواعها وليس للجهات المصدرة للأسهم أي إلتزام لسداد العوائد أو بسداد القيم الإسمية وقد يحصل حملة الاسهم على عوائد غير محدد بعد قرار توزيع الأرباح وقد يتحملوا خسائر غير محددة في حالة تسجيل خسارة لدى الشركة المصدرة للأسهم، كما لا يوجد تاريخ استحقاق لهذه الاسهم.

ويتحمل حملة الأسهم درجة مخاطرة أعلى من التي يتحملها حملة السندات لأن حملة السندات لهم الأسبقية على حملة الأسهم سواء عند تقسيم العوائد أو عند التصفية بعد إعلان الإفلاس.

2- تقسيم الأسواق المالية حسب توقيت تسليم الورقة المالية واقفال الصفقة:

وحسب هذا التقسيم للأسواق المالية نميز بين مايلي:

أ- أسواق فورية: هذا التقسيم له من تسميته نصيب حيث يتم تسليم الأدوات المتعامل بها (الأسهم، السندات، العملات الأجنبية...) في هذه الصفقة فورا دون تأخير وقد يمتد الآجال استثناء إلى ثلاثة أيام ولا يزيد عليها، أما زاد الأجل أكثر من ذلك تصبح الصفقة آجلة.

وقد تكون الأسواق الفورية في أسواق النقد أو في أسواق رأس المال حسب طبيعة الأداة محل الصفقة، فإن كانت الأداة من النوع المتعامل به في أسواق النقد كانت سوق نقدية فورية كأن يشتري أحد أدونات الخزينة ويدفع ثمنها ويتسلمها فورا. وقد تكون سوق رأس مال فورية وهنا يكون الأداة محل الصفقة من أدوات سوق رأس المال كالسندات والاسهم، كأن يشتري أحدا سهما أو سندا ويدفع ثمنه وتسلم له شهادة الملكية فورا أو خلال ثلاثة أيام من الشراء ريثما يتم نقل الملكية (وهذا سبب تمديد آجال السوق الفورية إلى ثلاثة أيام) من سجلات الشركة المصدرة واصدار شهادة جديدة باسمه بعد إلغاء الشهادة القديمة التي كانت بحوزة البائع.

ب- الأسواق المستقبلية (الآجلة): حيث يتم التعامل في مثل هذه الاسواق عن طريق تداول الأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويتم التعامل فيها بالأوراق المشتقة، وتعرف الأوراق المشتقة أو المشتقات بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد

مثل الأسهم، وتعتبر المشتقات أحد أدوات التعامل في الأسواق المستقبلية، وتستخدم المشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار الأصول المالية، وبدأ التعامل في هذه الأدوات في أوائل السبعينات من القرن الماضي وزاد التعامل بها في التسعينات من نفس القرن، ومن أهم أنواع المشتقات العقود المستقبلية، وعقود الإختيار، والعقود الآجلة¹.

المبحث الثاني: المتدخلون في السوق المالي

من خلال عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالسوق المالي يمكن استنتاج أن هناك ثلاثة مجموعات فاعلة في السوق المالي، لا يمكن في غياب إحدى هذه المجموعة أن يقوم السوق المالي بالدور الذي أنشئ من أجله، فبالإضافة إلى طالبي الأوراق المالية (المقرضون) وعارضي الأوراق المالية (المقترضون)، نجد الوسطاء الماليون كطرف ثالث والذين لهم دورهم الفعّال في سير وديمومة السوق المالي:

المطلب الأول: عارضو الأموال (المقرضون)

تطلب الأوراق المالية على مستويين مختلفين إما على مستوى سوق الاصدارات والتي يسمى من خلالها مشتري أو طالب الورقة المالية بالمدخر الأولي أو عارض المال أو المستثمر، أو تطلب على مستوى السوق الثانوي (البورصة) وفي هذه الحالة يطلق على مشتري الورقة المالية لفظ المستثمر في الاوراق المالية، ويمكن تقسيم طالبي الأوراق المالية إلى خمسة أقسام تتمثل فيمايلي:

الفرع الأول – الأفراد: يسعى كثير من الأفراد إلى توظيف أموالهم المدخرة من خلال التعامل في السوق المالي فيقومون بشراء الاوراق المالية وينتظرون إرتفاع أسعارها لإعادة بيعها والإستفادة من فروق الأسعار، وغالبا ما يطلب الأفراد الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية وفي حالات خاصة يشترى بأنفسهم مباشرة في بعض البورصات.

¹ محمد أحمد السريتي و محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع المعمورة، 2010، ص:

وتمثل حصة الأفراد والعائلات في البورصات نصيب مقدر حيث تتجاوز توظيفاتهم نسبة 80% في الولايات المتحدة الأمريكية وتبلغ ما بين 20% و 30% في دول كالمملكة المتحدة واليابان وفرنسا وألمانيا¹.

الفرع الثاني- المؤسسات المالية المصرفية: ويقصد بها المؤسسات المالية التي تتخذ من النقود عملاً تجارياً أي أنها تستقبل الودائع من الجمهور وتمنح القروض للراغبين في الاقتراض، فهي المؤسسات التي تمارس عملاً مصرفياً محضاً كالبنوك التجارية، ويمكن أن تشارك بصفتها بنوك أعمال للمؤسسة المتعاملة في البورصة في بعض الدول و تخضع لرقابة خاصة من قبل السلطة النقدية فتكون حصتها متواضعة.

الفرع الثالث- المؤسسات المالية غير المصرفية، المؤسسات التجارية، والجمعيات: يمكن تعريفها باختصار كمايلي:

1- المؤسسات المالية غير المصرفية: وهي المؤسسات التي لا تمارس أعمالاً مصرفية كاستقبال الودائع وتقديم القروض وتتمثل هذه المؤسسات في شركات التأمين وصناديق التكافل وصناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات وصناديق الإيداع، وصناديق الضمان الاجتماعي وغيرها من المؤسسات المالية غير المصرفية.

2- الشركات والمؤسسات التجارية: وتشمل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي التي ترغب في توظيف أموالها كمؤسسات البريد و شركات الاتصال.

3- الجمعيات والإتحادات والمنظمات التطوعية: نجد هذا النوع من الجمعيات خاصة في الأسواق المالية المتطورة ترغب في استثمار أموالها من خلال شراء الأوراق المالية، أما في الدول الإسلامية مثلاً نجد هذا أن بعض المؤسسات الدينية كالمساجد ترغب باستثمار أموالها من خلال استثمار أموال الوقف والزكاة في السوق المالي.

إلا أنه مما يجب أن يتوفر لدى الأفراد سواء طبيعيين أو اعتباريين أن يكون لهم على الأقل القدر الأدنى من المعلومات حول الأسواق المالية وآلياتها وأدواتها، كما أنه يجب أن يكون له وكيل معتمد أو شركة وساطة مالية من السوق للقيام بدور الوسيط ويرخص له بتنفيذ الأوامر.

¹أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر و التوزيع، عمان، 2016، ص: 60

ومما يجدر الإشارة إليه أن سلوك المقرض أو المستثمر يكون دائما مبنيا على العائد المتوقع سواء كان جاريا او رأسماليا، بالإضافة إلى حجم المخاطرة التي تحيط بهذا الاستثمار وكذا عامل السيولة وتاريخ استحقاق الأصل المالي.

المطلب الثاني: طالبو الأموال (المُقْتَرِضُونَ)

وهم الاطراف الذين يسعون إلى الاقتراض من السوق المالي للقضاء العجز المالي الذي قد يحدث لهم بسبب عدم توافق إنفاقهم مع دخلهم النقدي الجاري، وقد يكون صاحب العجز المالي إما من الأفراد أو الشركات الخاصة أو المؤسسات العمومية أو الحكومة أو من يمثلها من السلطات المحلية الأخرى وتتم عمليات الإقتراض بإحدى الطرق الثلاثة:

- 1- الاقتراض المباشر عن طريق طلب قروض من البنوك أو من الأشخاص.
- 2- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد (الديون)¹.
- 3- إصدار أسهم عن طريق الاكتتاب (المشاركة).

ويمكن ان نميز بين ثلاثة أنواع من بائعي أو عارضي الاوراق المالية²:

الفرع الأول-المؤسسات السيادية: كالبنوك المركزية وسلطات النقد المركزية ووزارات المالية والخزانة التي تصدر الصكوك و السندات الحكومية، وهي التي يطلق عليها الصكوك أو السندات السيادية، وهي تعتبر أقل مخاطرة من التي تصدر بواسطة الجهات غير الحكومية.

الفرع الثاني-مؤسسات الجهاز المصرفي: والتي تتدخل عادة في السوق الاولي لتصريف الاوراق المالية كبنوك إصدار و تتدخل في السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية لصالح عملائها، وتعتبر بنوك الاستثمار هي المتخصصة في هذا الشأن، كما أن البنك المركزي قد يتدخل في سوق الأوراق المالية بغرض تحقيق أهداف السياسة النقدية والمالية أو حتى لأغراض تجارية بحتة.

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الاولى، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، 2010، ص:70

²أزهري الطيب الفكي أحمد،أسواق المال ، مرجع سبق ذكره، ص:63

الفرع الثالث-المؤسسات والشركات المرخص لها: وتتمثل عادة في شركات المساهمة العامة والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك وأسهم وسندات لتمويل احتياجاتها وتقوم بعرضها في السوق المالي للإكتتاب فيها تمهيدا لإدراجها في السوق المالي.

المطلب الثالث: المؤسسات المالية (الوسطاء الماليون)

أفرزت التطورات الحديثة بفعل العولمة وتناجها والمنافسة وآلياتها عالما يتميز بالتخصص في جميع نواحي الحياة، فأصبح لكل مجال خبراؤه ومستشاروه فعندما يرغب أي فرد للولوج إلى مجال جديد يستعين بهؤلاء الخبراء والمستشارين وذلك لتعويض نقص المعرفة والدراية بالأشياء وقلة المعلومات، والسوق المالية واحدة من المجالات التي ينطبق عليها هذا الكلام والتي على الفرد الاستعانة بالوسطاء الماليين للولوج إلى السوق وخاصة من خلال عمليات التداول.

يوجد في السوق المالي مجموعة من الوسطاء الماليين يمتلكون الخبرة ويتميزون بالكفاءة المهنية العالية، ولديهم المعرفة الكافية والإلمام اللازم بضوابط التداول ومخاطر العمليات المختلفة، ولهذا يلجأ المتعاملون في السوق لهؤلاء الوسطاء لينوب عنهم في تنفيذ العمليات المالية، ويكون الوسيط من خلال ذلك مسؤولا عن تنفيذ عمليات بيع وشراء الاوراق المالية عن طريق تداولات البورصة وفي المواعيد المحددة مقابل عمولة معروفة يتقاضاها.

وتطلق تسمية الوسيط على كل من يقوم ببيع الاوراق المالية في البورصة نيابة عن مالكيها من العملاء، وقد يختلف اللفظ أو التسمية من بورصة إلى أخرى إلا أن الوظيفة والمهمة تبقى واحدة، فقد يسمون من ينوب عن العملاء في بيع الاوراق المالية سمسارا أو وسيط أو دلالا، ففي السعودية والكويت مثلا يسمى وسيطا غير أن في السعودية يطلق اللفظ على الشخص الذي يباشر أعمال الوساطة، بينما في السوق الكويت يطلق اللفظ على الشركة المرخص لها بممارسة أعمال الوساطة في بيع وشراء الاوراق المالية، حيث جاء في المراسيم و اللوائح الداخلية لسوق الكويت للاوراق المالية تعريف الوسيط بأنه " من يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة

بالأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، وتقتصر عمليات الوساطة في السوق على الشركات المرخص لها بذلك¹.

ونظراً للعدد الكبير للصفقات التي قد تصادف عمل الشركة عند قيامها بمباشرة أعمال الوساطة تلجأ إلى توظيف أشخاص ينوبون عنها في القيام بأعمال الوساطة ويسمون ممثلي الوسيط. أما لفظ الدلال فيستعمل في سوق البحرين للأوراق المالية وهو الشخص الاعتباري أو الطبيعي يملك رخصة من طرف مجلس إدارة السوق يسمح له بإبرام صفقات الأوراق المالية المسجلة في السوق مقابل عمولة يحصل عليها.

أما لفظ السمسار فهو شائع في كثير من الأسواق المالية مثل بورصة القاهرة والاسكندرية حيث يطلق على الشركات التي تباشر عمليات الوساطة بشركات السمسرة، كما يستعمل لفظ سمسار البورصة (stock broker) في بورصة نيويورك وهو الشخص أو الهيئة التي تعمل على إيجاد الصلة بين الراغبين في شراء الأوراق المالية وبين الراغبين في بيعها.

وعرف سمسرة البورصة بأنهم: " وكلاء بالعمولة، يقومون بالتوسط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، في أسواق البورصة و شرائها"².

وبخصوص العمولة التي يتقاضاها الوسطاء مقابل قيامهم بتنفيذ أوامر الموكله إليهم من طرف عملائهم من البائعين والمشتريين بالإضافة إلى الأعمال الأخرى التي يقومون بها نيابة عن عملائهم كنقل الملكية الأوراق المالية فمسألة تحديدها تختلف من سوق إلى آخر، فنجد أنّها تحدد بالاتفاق بين العملاء والوسطاء في بعض الأسواق وهذا المعمول به في الأسواق الأمريكية، حيث ألغيت القوانين التي كانت تحدد الحد الأدنى للعمولة التي تتقاضاها بيوت السمسرة، وأصبح ذلك يرجع إلى هذه البيوت التي قامت بوضع جداول خاصة بها لهذه العمولات حسب الخدمات التي تقدمها للعملاء، وهذا بالنسبة للعمليات الصغيرة، أما العمليات الكبيرة، فيتم

¹ المراسيم و اللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، اعداد سوق الكويت للأوراق المالية، ص 9

² حسن النجفي، عمر الأيوبي، معجم المصطلحات التجارية و المصرفية، أكاديميكا أنترنسيونال، بيروت، 1994، ص: 335

التفاوض عليها في العادة بين العميل وبيت السمسرة¹. وقد يتم تحديد العمولة من طرف السلطات المشرفة على السوق وهذا المعمول به في غالب الدول

توجد مجموعة من المؤسسات المالية تقوم بدور الوساطة في الاسواق المالية وتشمل هذه المجموعة المؤسسات المالية التي تعمل بنشاط النقد كالبنوك التجارية وبنوك ومؤسسات الائتمان والادخار والودائع ومؤسسات الاقراض والاستثمار في المشاريع التجارية والمؤسسات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية المرتبطة بالعمليات المصرفية كاستبدال العملات بالاضافة إلى وسطاء بيع الاوراق المالية، شركات التأمين ووكلاء التأمين، تنقسم المؤسسات المالية إلى:

الفرع الاول-المؤسسات المالية الوسيطة: تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الاسواق المالية، تحقيق تقارب العرض والطلب والذي يعتبر جوهر عمليات سوق الاوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للاصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار².

وتتكون مؤسسات الوساطة المالية من المؤسسات المالية التالية:

أ- مؤسسات الایداع: وتشمل البنوك التجارية وبنوك الادخار المشتركة واتحادات الائتمان

ب- مؤسسات الادخار التعاقدية: وتشمل شركات التأمين عن الحياة وشركات التأمين على المخاطر وصناديق التقاعد.

ج- مؤسسات الاستثمار: وتشمل شركات أو صناديق الاستثمار المشتركة أو أمانات الاستثمار في سوق النقود وشركات التمويل

وسنفضل في هذه المؤسسات الوسيطة حسب التصنيف السابق بمايلي:

¹ محمد صالح جبر، الاستثمار بالاسهم و السندات و تحليل الاوراق المالية، مؤسسة الفليح للنشر، الكويت 1982، ص: 90

² مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، ط1، دار رسلان، دمشق-سوريا، 2009، ص 32

أ- المؤسسات الوسيطة الإيداعية: هي مؤسسة مالية تصدر إلتزامات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل، تتمثل هذه المؤسسات فيما يلي:

1- البنوك التجارية: وتسمى ببعض الدول بنوك الودائع لتخصصها في وظيفة جمع الودائع لوحدها دون غيرها ولها عدة تعريفات نذكر منها مايلي:

- هي مؤسسات مالية تعبئ الموارد المالية من خلال إصدار التزامات على نفسها، تتخذ شكل الودائع البنكية، الودائع الآجلة، ودائع الإدخار، وتقدم قروضا عقارية، كما تشتري أوراق مالية حكومية¹.

وبقيام البنوك بهذه الوظائف، يمكنها أن تتوجه إلى السوق المالية لطلب المال اللازم لها ولسواها من المؤسسات، وذلك عن طريق طرح أسهم وسندات جديدة. إنه مع ظهور وتطور عمليات البورصة، اتسع نشاط البنوك ليشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، فبالإضافة إلى تدخلها للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، يمكنها تسيير المحافظ المالية للغير مقابل عمولات عن طريق قيامها بفتح فروع مختصة بالوساطة في عمليات البورصة والتي تتمثل في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، تجدر الإشارة إلى أنه قبل أن تؤدي البنوك دورها كوسيط في البورصة، عليها أن تحصل على ترخيص من الجهات المختصة، بالإضافة إلى أنها تقدم ضمانات متعددة يكون الهدف من وراء ذلك حماية وضمان أموال المودعين².

- أنها مؤسسات ائتمانية غير متخصصة في نشاط اقتصادي معين، زراعي أو صناعي أو عقاري وتقوم بتلقي الودائع القابلة للسحب عند الطلب والقصيرة الأجل، وتقديم الائتمان قصير الأجل إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة.

- هي منشآت تقوم بصفة معتادة بقبول الودائع والتي تدفع عند الطلب أو بعد أجل محدد لا يتجاوز السنة.

- هي البنوك التي تقوم بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لآجال محددة وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية ، ودعم الاقتصاد القومي وتباشر عمليات تنمية الادخار

¹ نوزاد الهبتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998، ص: 37

² العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية -دراسات اقتصادية- جامعة الجلفة-الجزائر- العدد 2 سنة 2019

والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات، وما يستلزم من عمليات مصرفية وتجارية ومالية، وفقا للاوضاع التي يقررها البنك المركزي¹.

وظائف البنوك التجارية: تتولى البنوك وظائف عديدة منها ما تنفرد به وحدها ومنها ما تتشارك فيه مع مؤسسات مالية أخرى وسنذكر فيما يلي بعض الوظائف التي تبين سبب اعتبار البنوك التجارية عنصرا من عناصر السوق المالي:

- تحتفظ البنوك التجارية بودائع عملائها بحسابات جارية وتكون ودائع تحت الطلب والتي تمكن أصحابها بسحبها في أي وقت باستعمال إحدى طرق السحب باستخدام الشيكات، الحوالات، بطاقات السحب الإلكترونية.

- بالإضافة إلى احتفاظها بالودائع الادخارية والودائع لأجل.

- استخدام الودائع القصيرة والطويلة الأجل في تقديم القروض الموجه للاستثمار وفي المقابل يقدم المقترضون ضمانات كالبضائع، الأوراق التجارية، الأوراق المالية، ضمانات شخصية كالممتلكات غير منقولة والمنقولة.

- تقديم تسهيلات إئتمانية لرجال الاعمال والمستثمرين.

- تقديم خدمات أخرى كالاستشارات للعملاء، حفظ وتخزين خاصة المعادن النفيسة والمستندات الرسمية الخاصة بالعملاء، بالإضافة إلى تسيير المحافظ المالية وأعمال الوساطة الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح عملائها أو لحسابها الشخصي.

- المتاجرة في العملات الصعبة.

أما من الناحية الاقتصادية فإن أهمّ وظيفتين تميز البنوك التجارية هما وظيفتي تعبئة المدخرات وتوليد النقود ابتداء من الوديعة الأولية:

¹ السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص: 71

أولاً: فيما يخص تعبئة المدخرات فإن البنوك التجارية تلعب دور الوسيط المالي بين المقرضين والمقترضين فهي تقوم بتجميع الودائع من الافراد والمنشآت (تعبئة المدخرات) ثم تقوم بإقراضها لمن يطلبونها فهي بذلك تلعب دور الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز، ودور الوساطة قد تلعبه مؤسسات أخرى.

ثانياً: أما فيما يتعلق بتوليد النقود فهي وظيفة تحتكرها البنوك التجارية دون سواها من البنوك الأخرى، تقوم البنوك التجارية من خلال ذلك بتقديم تسهيلات ائتمانية للعملاء (نقود وودائع مشتقة) بدون أن يكون هناك ودائع مخصصة ومقابلة لها موجودة بالفعل لديه، وبالتالي فهي تؤثر على وسائل الدفع من خلال زيادة او تخفيض النقود المصرفية أو ما يسمى بنقود الودائع.

أثناء عمليات ادارة خصوم وأصول البنك يعترض ذلك عدة مشاكل خاصة تلك المتعلقة بادارة السيولة ومواجهة سحبات العملاء المحتملة، وبالتالي على البنك التوفيق بين مداخله النقدية والسحوبات اليومية، وفي هذا صدد ظهرت عدة نظريات لإيجاد حلول فعالة في التسيير الامثل لاموال البنك التجاري فبداية بنظرية آدم سميث المسماة بالقرض التجاري والتي ركزت بالدرجة الأولى على توفير السيولة وتركيز نشاط البنك على منح القروض التجارية القصيرة الأجل والتعامل في الاوراق التجارية التي تتميز بقصر تاريخ استحقاقها، ثم تطورت الحلول والأفكار وأصبح البنك لا يقتصر على مصدر واحد في جانب الاصول بل أصبح يوسع في نشاطاته لتشمل محفظته الاستثمارية القيام بالاستثمار في السوق المفتوحة لإعطاء للبنك مجال أوسع في تنويع مصدر سيولته للوفاء بالتزاماته، ثم تطورت النظرية وأصبحت تنادي بضرورة التعامل في القروض والاستثمارات المتوسطة والطويلة الاجل وعدم الإكتفاء بالقروض والاستثمارات القصيرة الأجل.

وأخيراً ظهرت النظرية الحديثة للبنوك التجارية وهي النظرية التي تبنت ضرورة الاهتمام بإدارة الخصوم بدلا من التركيز على جانب الأصول، ووفقا لهذه النظرية يمكن للبنك التجاري أن يحصل على السيولة من بشرائها من السوق من خلال التعامل في اسواق النقد مثل سوق ما بين البنوك أو إصدار الودائع بغرض بيعها والحصول على السيولة اللازمة. وللإطلاع أكثر على كيفية تسيير أصول وخصوم البنك التجاري وعلاقة ذلك بأنشطة سوق المال يمكن فحص ميزانية البنك التجاري التي توضح مختلف البنود التي تعكس وظائف البنوك التجارية، ويوضح الشكل الآتي ميزانية أحد البنوك التجارية

جدول رقم(02): أصول و خصوم بنك تجاري

الاصول أو الموجودات (الإستخدامات)	الخصوم أو المطلوبات (الموارد)
1- النقدية السائلة	1- رأس المال المدفوع و الاحتياطات
2- حافظة الأوراق المالية:	2- الودائع
أ-أذون الخزانة	أ-ودائع تحت الطلب
ب- الأوراق التجارية المخصومة	ب- ودائع ثابتة لأجل
ج- الأسهم و السندات	ج- ودائع ثابتة بإخطار
3- السلف و القروض	3- قروض من البنوك الأخرى
4- الأصول الثابتة	4- قروض من البنك المركزي

المصدر: السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، ص:74

2-بنوك الإئتمان والتمويل: وهي المنشآت التي يكون موضوع عملها الرئيسي هو عمليات الإقراض والتمويل للمشاريع القائمة والتي هي قيد التأسيس أو استثمار أموالها في القيم المنقولة ك شراء بعض السلع والتي يحدد طبيعتها البنك المركزي، ولا يسمح لهذه البنوك بتلقي الأموال من الجمهور بل يمكنها الاقتراض من البنوك الأخرى أو باللجوء إلى السوق المالي، يضم هذا النوع من المنشآت الشركات المالية غير المصرفية التي تنشط في مجال القروض الشخصية والاستهلاكية، وكذلك فتح الاعتمادات و اصدار الكفالات لصالح العملاء والمساهمة في رؤوس أموال المشاريع وإصدار الأسهم والسندات وشهادات الإيداع.

ب- مؤسسات الادخار التعاقدية: أو ما يسمى بالمؤسسات غير الإداعية وهي مؤسسات متعددة، يجمع بينها خيط مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع، وهي تتمثل في شركات التأمين، شركات الاستثمار وشركات التمويل¹.

¹ نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 55

1- شركات التأمين: هي مؤسسات مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، وتعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين¹.

وهي الشركات العاملة في مجال تغطية الأخطار المحتملة للزبائن المتعاقدين معها من خلال إبرام عقود التأمين بين الشركة والراغبين في تأمين أنفسهم أو ما يملكون منقولاً كان أو غير منقول. فالتأمين هو نظام اجتماعي مصمم لتوزيع الخسائر المحتملة من خلال نقل الأخطار أو تحويلها من المؤمن إلى شركة التأمين والتي بدورها تقبل تعويض الخسائر في حالة حدوث الخطر، ويقوم النشاط التأميني على فكرة تجميع المخاطر يؤدي إلى تقليلها، والقائمة على قانون الأعداد الكبيرة أو ما يسمى بقانون المتوسطات الذي يقول بجمالية استقرار تكرار بعض الحوادث عند وجود عدد كاف منها وبالتالي كلما زاد عدد المؤمنين كلما زاد احتمال تحقيق الربح لشركات التأمين.

ومن خلال النشاط اليومي لشركات التأمين تقوم هذه الأخير بدور الوساطة المالية من خلال تجميع أموال المؤمنين واستعمالها في مواجهة التزاماتها الدورية، كما قد تستعمل فوائضها المالية في الاستثمار في السوق المالي من التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً بغرض تحقيق الربح أو توفير السيولة في حالة ما إذا احتاجت لذلك.

2- صناديق التقاعد: وهي مؤسسات تقوم بتسيير الاقتطاعات الإلزامية من رواتب العمال والموظفين ومساهمات أرباب العمل، فأموال هذه الصناديق ليست أموال حكومية إنما هي أموال المشتركين.

وتعتبر صناديق التقاعد مؤسسات ذات طابع اجتماعي، اقتصادي، بالإضافة إلى كونها مؤسسات ادخار واستثمار، فالطابع الاجتماعي لهذه الصناديق يتجلى في الكون الهدف الرئيسي لتأسيس هذه الصناديق هو مساعدة المشتركين في مجابهة تحديات الحياة ومتطلباتها المستقبلية. كما يمكن اعتبارها مؤسسات اقتصادية لإن الاقتطاع الإلزامي من رواتب الموظفين والعمال يمكن من تجميع مبالغ مالية مهمة يمكن استعمالها في مجالات أخرى كاستثمارات المالية (لأنها تعتبر كذلك مؤسسات ذات طابع استثماري) وتحقيق عوائد من وراء ذلك، المساعدة على توفير السيولة اللازمة للاقتصاد.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 355

دور صناديق التقاعد في سوق المال: بما أن هذه الصناديق هي ذات طابع مؤسسي فهي تصنف كمستثمر مؤسسي الذي يعتبر من بين العوامل التي تساعد على استقرار الاسواق المالية لإبتعاده عن طابع المضاربة، هذا من جهة ومن جهة أخرى توفر الأسواق المالية فرصا استثمارية مناسبة لصناديق التقاعد لتوظيف اموالها، وتنوع استثماراتها وزيادة عوائدها. وعادة ما تقوم هذه الصناديق بشراء أسهم الشركات الجيدة ومن قطاعات مختلفة بناء على تحليلات فنية ومالية معمقة للسوق، كما تتنوع استثماراتها بين القصيرة الأجل والطويلة الأجل، وبالتالي فدخل هذه الصناديق إلى السوق المالي يحدث أثرا إيجابيا بفعل ما توفره من سيولة وزيادة في الإستثمار.

ج- مؤسسات الاستثمار: هي مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة، وحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار، فهذه الشركات وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليست لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الاستثمارية، وأيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم¹. وتتمثل في المؤسسات التالية:

1-بنوك الاستثمار والأعمال: تعتبر من بين مؤسسات الوساطة المالية من خلال قيامها بتجميع الأموال التي تحصل عليها عن طريق المساهمين أو عن طريق طرح السندات في السوق المالي ووضعها تحت تصرف المستثمرين، وغالبا ما يكون نشاط هذه البنوك في مجال التمويل طويل الأجل، كما أنه ليس من نشاطها الأساسي قبول الودائع فهدفها الرئيسي هو تقديم الخدمات الاستثمارية للشركات والأشخاص ذوو الملاءة المالية العالية.

وظائف البنوك الاستثمارية: تقوم البنوك الاستثمارية بجملة من الوظائف خلال قيامها بمهام الوساطة المالية، نذكر منها مايلي:

- مساعدة رجال الأعمال والشركات الصناعية التي تحتاج إلى الأموال النقدية لزيادة قدرتها الانتاجية.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 355

- إصدار الأوراق المالية الخاصة بالشركات، والسندات الحكومية حتى تضمن الشركات تغطية الاسهم والسندات المعروضة على الجمهور خلال فترة عرضها للإكتتاب العام، إذ تأخذ هذه المصارف عادة كل عملية الإصدار أو بعضها على عاتقها فتشتري الكمية التي تراها من هذه الأوراق لكي تعرضها تدريجيا للاكتتاب العام، وهي تبيع الفرق بين سعر شرائها من الشركة وسعر بيعها للمكتتبين.

- تقوم هذه المصارف بالإشتراك في إنشاء بعض الشركات الصناعية أو التجارية وتساعد على تدعيم هذه الشركات وذلك عن طريق إقراضها أحيانا وعن طريق إصدار سنداتها أحيانا أخرى، وهناك بنوك استثمار تقوم بشراء شركات خاصة أو عامة وتتولى إعادة هيكلة أسهمها وبيعها للمستثمرين.

- تحويل الشركات الخاصة إلى عامة عن طريق إدارة الإكتتابات الأولية أو الثانوي¹.

2-صناديق الاستثمار: وتعرف بعدة مسميات منها شركات الاستثمار، أمانات الاستثمار، ... الخ، تعتبر

من بين المؤسسات المالية على المستوى العالمي الاكثر نموًا وبوتيرة متسارعة وهذا بفعل الإقبال الكبير من الافراد أصحاب المدخرات المالية للانتماء إليها والاستفادة من استثمارتها. عمليا فإن صندوق الاستثمار هو عبارة عن وعاء مالي تؤسسه أو تكوّنه مؤسسة مالية متخصصة ذات خبرة كبيرة في تسيير وإدارة رؤوس الاموال واستثمارها، فصناديق الاستثمار تقوم على أساس تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها نحو الاستثمار في مجالات مختلفة بغية تحقيق عوائد للمساهمين أو المشاركين فيها، وبالتالي توفر هذه الصناديق الفرصة لأصحاب المدخرات المالية الذين لا يملكون الخبرة اللازمة أو ليس لديهم الوقت الكافي، فيودعون مدخراتهم لدى مجموعة من الخبراء المحترفين من أجل استثمار أموالهم والاستفادة من مداخيل اضافية.

بعد تطرقنا لمختلف المؤسسات المالية الوسيطة والتي اتضح من خلال جل مفاهيم أنواع هذه المؤسسات أنها هي من تتوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي وفقا لعقود معينة مع كل طرف على حدى وهي تمثل:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 84

- عقود بين المؤسسات المالية ووحدات الفئات المالي: وتمثل مجموع عقود الاقتراض سواء كانت مباشرة من خلال عقد الوديعة أو غير مباشرة عن طريق طرح الأوراق المالية للبيع والتداول، بالإضافة عقود التأمين، صناديق التقاعد وعقود الإشتراك والمساهمة في صناديق الاستثمار.

- عقود بين المؤسسات المالية ووحدات العجز المالي: وتمثل مجموع عقود القرض الناتجة عن شراء سندات الدين الصادرة عن أصحاب العجز المالي، أو عن طريق القروض المباشرة للموجهة للأفراد والشركات، بالإضافة عمليات شراء الاسهم الصادرة عن شركات المساهمة.

الفرع الثاني-الوسطاء: الوسطاء هم عبارة عن مؤسسات لا تقوم بدور الوساطة المالية بالشكل الذي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة وإنما هم وسطاء وظيفتهم الأساسية الجمع والربط بين طرفين أو مجموعة من الاطراف لإبرام عقد أو إجراء صفقة ما، أي هم الذين يظهر دورهم عند تنفيذ الصفقة لأن التعامل في الاسواق المالية في جميع دول العالم لا يتم إلا من خلال تدخل الوسيط، فالمستثمر لا يمكنه الولوج إلى البورصة بنفسه للقيام بعمليات بيع وشراء الاوراق المالية، وإنما يجب عليه أن يوكل ذلك إلى الوسيط الذي يعتبر سمسار يقوم بتنفيذ أوامر عميله أو موكله بناء على عقد بينهما يمثل تفويض من العميل إلى السمسار ، ويمكن تقسيم الوسطاء السوق المالي إلى:

1- شركات السمسرة في الأوراق المالية:

السمسار هو الشخص الذي تفوضه شركة السمسرة للقيام ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة نيابة عن عملائه بحيث تكون له الخبرة اللازمة في مجال البورصة وله دراية كافية بالمعاملات المالية التي تجري داخلها، كما يعرف السمسرة على أنهم وكلاء بالعمولة يتوسطون عمليات بيع وشراء الاوراق المالية ويمكن أن نميز بين نوعين من السمسرة:

1-أ- السمسار الوكيل: هو عضو مرخص له في البورصة، إلا أنه يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، الذي يقرضه قيمة رسم العضوية، كما قد يعمل متاجرا لحسابه الخاص، كما يقع تحت هذا التصنيف أيضا ما يسمى بسمسار وكيل وسيط الذي يعتمد من قبل وكيل معتمد ليمثله داخل أو خارج مدينة مقر البورصة الدائم

للتواصل مع العملاء وتقديم الخدمات لهم وتجميع أوامر البيع والشراء من الجمهور لقاء نسبة من العمولة، على أن تنفذ الصفقات من قبل الوكيل الأصلي في البورصة ومن خلال قاعة التداول أو المكان المعتمد لتنفيذ عمليات التداول.

1-ب- سمسار السماسرة (سمسار الصالة): ويقوم بدفع رسوم عضويته من موارده الخاصة ولا يعمل كالسمسار الوكيل لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم خدماته لمن يطلبها، وخلال فترات ذروة النشاط يقدم سماسرة الصالة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق ويمكن أن يقوموا بتنفيذ المعاملات نيابة عنهم مقابل جزء من العمولة، مما يقلل من احتمال حدوث اختناق في المعاملات بالسوق، علاوة على أن وجودهم يمكن بيوت السمسرة من ممارسة عملها بأقل عدد ممكن من السماسرة الوكلاء في الأوقات العادية¹.
و تنقسم شركات السمسرة إلى نوعين من الشركات:

- شركات الوساطة: وتقوم هذه الشركات بتنفيذ الأوامر الصادرة لها من العميل فقط، حيث لا تقدم له أي تسهيلات ائتمانية من أي نوع فما عليها إلا أن تشتري للعميل في حدود الحساب المفتوح للعميل.
- شركات السمسرة: وهي شركات سمسرة تقوم بالدور السابق ولكن يرخص لها من قبل الهيئة المسؤولة عن البورصة بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية، ومسموح لها أيضا بالتعامل بنظام الشراء الهامشي، حيث تقوم بإقراض العميل وتمكينه من الشراء بحدود تزيد عن إمكانياته المالية، ويقوم العميل بسداد القرض والفائدة عليه بالإضافة إلى عمولة الشركة عن أي عملية تداول يبيعا وشراء طبقا لأوامر العميل.
و ضمنا لحياذ السمسار وعدم تعرّضه لمصاعب مالية تؤثر على حقوق المتعاملين معه منع عليه القيام بالعمليات التالية:

- لا يجوز للسمسار عقد العمليات لحسابه الخاص أو زوجته أو أقربائه.

- لا يجوز أن يقرض بضمان أوراق مالية مودّعة لديه².

¹أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 64

²السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص: 90

2- شركات الإستشارة المالية: وهي عبارة عن شركات مقيدة في البورصة، والمستشار المالي هو إما أن تكون شركة أو شخص محترف يحسن قراءة، تسيير وإدارة الأوراق المالية، يلجأ إليه المستثمرين بغرض المشورة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم بحيث يقدم المستشار آراءه وتوجيهاته بناء على قراءته للبيانات والمعلومات المنشورة عن المراكز المالية والتجارية للشركات المصدرة للأوراق المالية ومن ثم يرسم التخطيط والاستراتيجية المناسبة لسلوك العميل الطالب للاستشارة خلال عمليات الاستثمار في الأوراق المالية ، طبعاً وذلك مقابل عمولة يدفعها العميل للمستشار لقاء أتعابه.

3- مدير الصندوق: وهو الشخص المسؤول عن أحد صناديق الاستثمار وتتلخص مهمته في رسم استراتيجيات استثمار الصندوق وتنفيذ هذه الخطط ما يحقق الربح لحاملي وثائق الاستثمار ويمكن الحصول على المعلومات من نشرة الاكتاب.

4- تجار الاوراق المالية: يجب أن يكون مسجلين في السوق، بحيث يركز عملهم على التعامل في الأوراق المالية بيعة وشراء والاستفادة من فروق الأسعار لتحقيق أرباح من وراء ذلك، ونمى في تجار الاوراق المالية الأنواع التالية:

4-أ- المضاربون (تجار الصالة): هم التجار المسجلون الذين يعملون لحسابهم فقط ولا يعملون لحساب الآخرين وبالتالي يقومون بدفع رسوم عضويتهم بأنفسهم.

4-ب- المتخصصون: يقوم العضو المتخصص بدفع رسوم العضوية من امواله الخاصة كالمضارب تاجر الصالة، إلا أنّ المتخصص يكون مختصاً بالتعامل في ورقة (أو أوراق) مالية بعينها، يحتكر التعامل فيها ولا يجوز لمتخصص آخر العمل فيها، ويلعب الأعضاء المتخصصون دوراً هاماً في استقرار البورصة، ففي حالة كثافة العروض في الورقة المالية يلجأ المتخصصون إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشتريين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعداداً لشراء ما يعرض منها، والعكس في حالة كثافة الطلب فيقومون بعرض جزء من مخزوناتهم لكسر حدة الطلب.

4-ج - تجار الطلبات الصغيرة: هم التجار الذين يقومون بشراء أعداد كبيرة من الاوراق المالية ثم البيع لمن يرغب في الشراء بكميات صغيرة.

5- صنّاع السوق: هم عبارة عن أشخاص اعتباريين أو طبيعيين مرخص لهم من قبل هيئات الاشراف على السوق المالي يسمح لهم ببيع وشراء الاوراق المالية لحسابهم الخاص ويمنع عليهم التعامل المباشر مع الجمهور، ويمكنهم التعامل مع الوسطاء وصنّاع السوق الآخرين، ومن هنا يجب التنويه على ان الفرق بين صنّاع السوق والوسطاء حيث أن صنّاع السوق يعملون لحسابهم الخاص ولا يمكنهم التعامل المباشر مع الجمهور بعكس الوسطاء، إلاّ أنّه لصنّاع السوق أدوار مهمة في السوق تخدم أسواق الاوراق المالية منها مايلي:

- توفير السيولة للسوق من خلال التنفيذ المباشر للصفقات التي يعقدها صنّاع السوق لحسابهم الخاص فليست هناك مهلة انتظار المشتري النهائي لتسوية الصفقة.

- يساهم صنّاع السوق في احداث توازنات في السوق والتقليل من التقلبات التي يمكن أن تحدث وذلك عن طريق التحكم في عرض الاوراق المالية التي يجوزتهم وذلك بفضل درايتهم الكبيرة بأحوال السوق وسلوك المستثمرين.

- المساهمة في الحفاظ على نشاط المستمر والمتوازن للسوق الثانوية من خلال دخولهم للسوق كمشتريين في حالة زيادة العرض أو كبائعين في حالة زيادة طلب المستثمرين للأوراق المالية.

- تعامل صنّاع السوق في بعض الاوراق المالية وخاصة المتعلقة بالمشروعات الحيوية يكسبها ثقة المستثمرين ممّا يزيد في الطلب عليها وبالتالي تحسّن المركز المالي للمؤسسات والشركات صاحبة الاوراق المالية المعنية بالتعامل.

6- المحكمون أو المراقبون: عند حدوث خلاف بين أعضاء البورصة يلجأ المتنازعين إلى هؤلاء المحكمين والذين يكونون وجوباً مقيدين في البورصة، تكون مهمتهم الفصل في النزاعات التي قد تحدث في التعاملات اليومية بين الأعضاء شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم، وهذا لضمان انتظامية وشرعية العمليات ومنع أي انحراف قد يشوب سير البورصة.

المبحث الثالث: إجراءات التعامل في السوق المالي

تمثل القوانين والقواعد والاجراءات المعتمدة في السوق المالي أهم الضمانات التي تحكم تصرفات المتعاملين وتضمن حقوقهم، وبالتالي فإن صياغة هذه الإجراءات وضبطها يسهل عمليات الإتصال بين الأطراف المعنية ويمهد الطريق لنجاح الصفقات المبرمة، كما تساهم في الرفع من كفاءة السوق المالية.

وبأن التعامل في البورصة يتم أساسا بوجود أصحاب العجز المالي وهم بائعي الأوراق المالية وأصحاب الفوائض المالية وهم مشترو الأوراق المالية، إلا أنّ التعامل بينهما يتم بطريقة غير مباشرة بحيث لا يعرف أي منهما الآخر، فعملية البيع أو الشراء تتم عمليا بتدخل وسطاء السوق المالي وهم سماسرة ينفذون أوامر عملائهم بيعا أو شراءً طبقا لإتفاقيات مكتوبة بينهم، فمعظم بورصات دول العالم يتم التعامل فيها من خلال سماسرة.

أسعار الأوراق المالية في البورصة كغيرها من أسعار السلع الأخرى تتأثر بآلية السوق أي بحجم العرض والطلب، وبمقابلة العرض مع الطلب يتحقق السعر التوازن في البورصة، إلا أن السعر التوازني في البورصة يختلف عنه في الأسواق الحقيقية ففي البورصة سريع الحساسية فقد يتغير مرّات عديدة في دقيقة واحدة فقط تماشيا مع تغير ظروف العرض والطلب. ويجري التعامل في البورصة بين السماسرة حسب أوامر عملائهم من المستثمرين (بيعا وشراء) طبقا لإجراءات محددة على النحو التالي:

المطلب الاول: طرق التداول في سوق الاوراق المالية

الفرع الأول: إستيفاء شروط القيد للشركات التي يجري التعامل في أوراقها

بالنسبة للشركات لا يتم التعامل أو تداول أوراق أي شركة إلا بعد استيفائها لشروط القيد في البورصة، بهدف التحقق من سلامة مركزها المالي لحماية المستثمرين، ويسمى التداول في هذه الحالة التداول داخل المقصورة On Counter، وقد يتم في بعض البورصات تداول الأوراق غير مقيّدة وتسمى التداول خارج المقصورة Off Counter. وعلى الشركة تقديم طلب للقيد بالبورصة، وتقوم إدارة القيد بفحص الطلب ودراسته بدقة، ثم بعد الموافقة المبدئية على الطلب تعرضه على لجنة القيد للحصول على الموافقة النهائية بالنسبة لقيد الشركة بالبورصة.

وكمثال عن شروط الإدراج في بورصة الأوراق المالية، فيمايلي الشروط التي يجب استيفائها للقيود ببورصتي القاهرة والاسكندرية:

- أن تكون الأوراق المالية مودّعة بنظام الإيداع والقيود المركزي.
- ألاّ يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أي قيود على تداول الورقة المالية المطلوب قيدها.
- أن يتم القيد لكامل الأوراق المالية المصدرة، على أن يتم قيد الإصدارات التالية بالنسبة للأسهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد بالسجل التجاري.
- تقوم الشركة بتوقيع عقد اتفاقي مع البورصة يتضمّن موافقة الشركة بالالتزام بقواعد البورصة الخاصة بالقيد واستمرار القيد والإفصاح.
- **عقد التفويض:** يجب على المستثمر(العميل) إبرام عقدين مختلفين، عقد بين العميل(المستثمر) وسمساره، وعقد بين العميل وأمين الحفظ، وحتى تتمكن شركات السمسرة من تنفيذ أوامر عملائها تقوم بإدراج وتسجيل جميع البيانات الأساسية الخاصة بالعملاء بالبورصة وهو ما يعرف بعملية تشفير أي إعطاء رمزا خاصا بالعميل من خلال قسم الترميز أو التشفير بحيث يحمل كل عميل رمزا خاصا به وحده يعرف به على مستوى البورصة كلها، ورمز آخر يعرف به العميل لدى شركة السمسرة.

الفرع الثاني - أوامر البيع والشراء في سوق الأوراق المالية المنظمة:

- بعد تعاقد شركة السمسرة مع العميل من خلال ما يعرف بعقد التفويض يقوم العميل بإصدار أوامر البيع أو الشراء إلى شركة السمسرة وتقسّم أوامر العملاء إلى أربعة مجموعات رئيسية:
- أ- **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** وهو أمر يصدره العميل يطلب من سمساره أن ينفذ العملية عند سعر محدد أو بسعر عند سقف محدد وبالتالي يكون السعر هنا الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وفي هذا الصدد يوجد نوعان من الاوامر¹.

أ-1- أوامر السوق (بيعا و شراء) (Market Orders)

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 168 ، 169

ويعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

ومعنى ذلك أن أمر السوق يعني بأن يترك العميل لسمساره حرية اختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره، ويكون غالباً أقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية.

ومن مزايا أمر السوق: السرعة و ضمان التنفيذ.

أما عيوبه: عدم معرفة العميل بالسعر إلاً عند إخطاره به، ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلاً) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

أ-2- الأوامر المحددة السعر (البيع و الشراء) Limit Order

- يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة.
- يقوم السمسار باغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة البيع.
- عادةً ما يضع المستثمر حدّاً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.
- ومن مزايا الأوامر المحددة أن المستثمر يعرف مسبقاً وإلى حدّ كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء. ومن مخاطر الأوامر المحددة:
- ضياع فرصة شراء أو بيع أسهما: حيث أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد و بالتالي لا تنفذ الصفقة.
- عدم القدرة على التنفيذ: حتى وإن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد، فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً (Come First- Served First)، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً.

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي أوامر مقرون تنفيذها بمدة زمنية محددة كيوم، أسبوع، شهر ويسقط تنفيذها إذا تجاوز الأمر المدة المحددة و هي أنواع:

1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يتم من خلاله تحديد سعر معين للتنفيذ ويشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية محددة كيوم أو أسبوع أو شهر.

2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: وهنا لا يحدد سعر معين للتنفيذ وإنما يشترط اتمام الصفقة عندما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

ج- الأوامر المرتبطة بشروط المقرونة بأمر : وتميّز فيها ثلاثة أوامر

1- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

2- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من ذلك .

3- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه وإلغاء الأمر في الجزء الذي لم ينفذ.

د- الأمر المطلق: وهو نوع من الأوامر يعطي فيه العميل الحرية للسمسار في بيع وشراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية مع تفويضه في اختيار نوع الأوراق، عددها، وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر، وقد يفوض إليه بعض الإجراءات كحرية تحديد السعر واختيار وقت التنفيذ فقط، كما قد يكون الأمر مقيد بمبلغ معين كأن يفوضه تفويضاً مطلقاً في الشراء أو البيع لكن في حدود مبلغ مالي معين لا يتجاوزه.

الفرع الثالث - طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة: يتم تسعير الورقة المالية في البورصة وفقاً لآلية السوق من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، ويتحدد السعر عندما تتساوى عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم تداول أكبر عدد ممكن من الورقة المالية محل التسعير عند بدأ التعامل، ومن ثم يدون هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة ليصبح يمثل السعر الرسمي ويسمى كذلك بسعر البورصة، ويوجد عدة طرق لتسعير الورقة مالية نذكرها فيما يلي:

أ- التسعير بالمناداة: وتتم العملية من خلال قيام سمسار مختص ومعه مكبر صوت وسط منطقة فسيحة بحضور الوسطاء أو مندوبيهم في كل صباح، حيث يقوم السمسار المختص بالمناداة وسط باقي السماسرة بالسعر المعلن ويقوم بكتابته على اللوحة المعدة لكل سهم وغالبا ما يقترح سعر يساوي سعر الإقفال لليوم السابق. فمثلا إذا افترضنا أن السعر الإقفال لسهم معين في نهاية يوم معين، فإنه في صبيحة اليوم الموالي يكون لدينا مجموعتين من الوسطاء:

- مجموعة الوسطاء الراغبين في الشراء، يحملون أوامر شراء بالسعر الأفضل وهو سعر يساوي أو أقل من سعر إقفال اليوم السابق.

- مجموعة من الوسطاء الراغبين في البيع، يحملون أوامر البيع بالسعر الأفضل وهو سعر يساوي أو أكثر من سعر إقفال اليوم السابق.

ونظرا لكثرة الوسطاء وحرص كل واحد منهم بإتمام صفقته، يشوب مكان مناداة فوضى تعقد من عملية التواصل اللفظي فيتم استعمال إشارات اليد للتعبير عن طلبهم حيث:

- أن وضع الساعد أفقيا بإتجاه الجسم يعبر عن حالة الشراء
- أن وضع الساعد عموديا بإتجاه الجسم يعبر عن حالة البيع

وفي حالة ما إذا كانت عدد الأسهم المطلوبة للشراء أكثر من العدد المعروض للبيع، هنا نسجل فائض في طلبات الشراء عندها يلجأ السمسار المختص إلى رفع السعر، وهكذا يبقى السمسار يرفع السعر حتى يصل إلى أقل فائض في الطلب و بسعر تنفيذ الذي يسجل على لوحة التسعير.

ب- التسعير بالإدراج: في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الاسهم، حيث أن كل الاوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الإختصاصي الذي يحدد السعر وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة¹.

¹نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 26

ج- التسعير بالمقارنة: تعتمد هذه الطريقة على قيام موظف مختص بتلقي وتسجيل طلبات الشراء والبيع لورقة مالية معينة في سجل خاص ومن خلاله يتم اختيار السعر الذي يسمح بتلبية أكبر حجم ممكن من هذه الورقة المالية.

ومع التطور التكنولوجي وعالم الرقمنة وإدخال جهاز الحاسوب في المعاملات المالية، حيث أصبح تحديد السعر الافتتاحي يتم بطريقة آلية في الجلسة التي تسبق التداول الرسمي وتسمى بالفترة الافتتاحية أو الاستكشافية، وبذلك يتم تحديد سعر الافتتاح عندما تتلاقى أكبر حجم تراكمي لطلبات الشراء مع أكبر حجم تراكمي من عروض البيع.

د- التسعير بالصندوق: يلجأ المتعاملون إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، فيقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تتكفل اللجنة المنظمة للسوق بفرز هذه العروض والطلبات وتحديد السعر بالأسلوب المتبع في طريقة المقارنة.

ي- التسعير بالمطابقة: عندما يكون للوسيط أمرين متعاكسين ومن متعاملين مختلفين وبنفس الحجم الورقة المالية، أحدهما يطلب منه شراء ورقة مالية معينة بسعر معين وبكمية معينة، والآخر يطلب منه بيع نفس الورقة المالية بنفس السعر والحجم الذي يريده المشتري، فيقوم الوسيط بالشراء من الثاني لحساب الأول، إلا أنّ هذه الطريقة محضورة في أغلب الأسواق المالية إلا في حالات نادرة كإعدام وجود عروض ملائمة.

الفرع الرابع- إجراءات تنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية: تتم عملية تنفيذ الأوامر في السوق وفقاً للخطوات التالية¹:

- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.

- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة عن السهم.

¹نورين بومدين ، مرجع سابق ، ص:27

- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الامر على مطبوعات خاصة.
- بمجرد الإنتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.
- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق) وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المتصل بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.
- على الفور يقوم السمسار الوكيل بنفسه أو يكلف أحد العاملين في السوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لإستلام الأمر ثم يقوم بنفسه أو بالإستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.
- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.
- و ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطابا إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الامر.

المطلب الثاني: طرق تداول الاوراق المالية خارج البورصة

الفرع الأول- مفهوم طرق التداول خارج البورصة

بالإضافة إلى المعاملات التي تجري داخل البورصة، هناك معاملات تجري خارج البورصة أو ما يعرف بالسوق غير المنظمة، حيث لا يوجد مكان يلتقي فيه المتعاملين في السوق وإنما يتم ذلك عبر شبكات الاتصال، سواء كان ذلك عبر الهاتف أو التلكس أو الفاكس أو عن طريق شبكة الانترنت التي تربط بين مجموعة واسعة من المتعاملين والمتدخلين في هذا السوق، حيث يختلف نظام التسعير فيه الذي عن ما هو معمول به في نظيره من السوق المنظم، حيث انه لا يتم مقابلة العرض والطلب على الاوراق المالية من خلال

المزايدة، بل يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عن طريق المفاوضات عبر وسائل الاتصال المختلفة من خلال تفاعل مجموعة من المتدخلين ممثلة في التجار، شركات السمسرة، وسائر المستثمرين.

فالتجار يقومون بنفس الدور الذي يقوم به المتخصصون صنّاع السوق في الاسواق المنظمة بفضل ما يملكون من مخزون للأوراق المالية ومستعدين بصفة دائمة للبيع والشراء، ويمكن أن نجد من خمسة عشر إلى عشرون تاجرا يتعاملون في أوراق مالية لشركة واحدة، وعادة ما نجد أن التجار يتعاملون بينهم بيعا وشراء، كما يتعاملون مع شركات السمسرة والتي تكون في الغالب طرفا وسيطا بينهم وبين المستثمرين الذين يقومون بالاتصال بشركات السمسرة عندما يريدون القيام بمعاملة معيّنة (بيع أو شراء أوراق مالية)، فمثلا في حالة ما إذا رغب المستثمر بشراء أوراق مالية معينة فإن ذلك يتم بأحد الأسلوبين التاليين:

- تقوم شركة السمسرة بشراء الأوراق المالية المعنية من تجار الجملة لحسابها الخاص، ثم تعيد بيعها لعميلها بسعر أعلى من سعر الشراء، فتكون شركة السمسرة في هذه الوضعية تمثل تاجر تجزئة وليست وسيطا.
- تقوم شركة السمسرة بدور الوسيط من خلال قيامها بشراء الأوراق المالية المعنية لحساب زبونها مباشرة على أن تتقاضى عمولة محددة مقابل ذلك.

الفرع الثاني - كيفية تنفيذ الصفقات في سوق التداول خارج البورصة:

في الأسواق المنظمة يتم تنفيذ الصفقات بعد إجراء المقابلة بين أوامر البيع وأوامر الشراء من قبل السماسرة، حسب الأسعار المحددة في طلبات الشراء وطلبات البيع، أما في الأسواق غير المنظمة فليس هناك وسيلة مباشرة أو غير مباشرة تلتقي فيها أوامر الشراء وأوامر البيع، فالتاجر هو المشتري الوحيد من أولئك الراغبين في البيع، وهو البائع الوحيد لأولئك الراغبين في الشراء، سواء باشر العميل عملية البيع أو الشراء بنفسه، أو اختار أحد السماسرة ليكون وكيله في ذلك.

فإذا أراد مستثمر شراء أسهم شركة معينة مثلا، فإنه يقوم بالتعرف على أسعار الصفقات المرمنة، التي تعرض عليه من قبل السماسرة أو التجار، حيث توجد - وبخاصة في الدول المتقدمة صناعيا- شبكة قوية من اطراف

الحاسب الآلي، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل عليها، مثل شبكة الاتصالات الإلكترونية للإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية في أمريكا (NASDAQ).

حيث يمكن لشركة السمسرة الحصول على آخر أسعار البيع و الشراء لأسهم أكثر من 4000 شركة، من خلال وحدة طرفية متصلة بهذه الشبكة، ويتم في هذه الشبكة عرض أسعار الصفقات بعد إبرامها، وليس عروض البيع أو الشراء، ثم على أساس ذلك يبدأ التفاوض بشأن الصفقة مع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار، ليتم بعد ذلك تنفيذ الصفقة بالسعر الذي يتفقان عليه، سواء أكان السعر الذي عرضه السمسار، أو السعر الذي عرضه التاجر، أو سعرا آخر بينهما¹.

المطلب الثالث: إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية

الفرع الأول-إجراءات التسوية والمقاصة

يقصد بالتسوية عملية اتمام الصفقة من خلال القيام بكافة الاجراءات المتعلقة بالتسليم والاستلام، أي تسليم وسيط بائع الأوراق المالية الموضوع الصفقة إلى وسيط مشتريها على أن يقبض البائع مبلغ الصفقة، بالإضافة إلى ذلك يتم التأكد من سلامة الاوراق من الغش وموافقتها للخصائص المتفق عليها، وعدم وجود ما يمنعها من التداول كالرهن وغيره.

أما المقاصة فتعني: إسقاط كل واحد من الوسطاء ماله من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من الدين².

ونقصد بذلك أنه من خلال المعاملات التي تتم بين الوسطاء ينشأ عنها علاقة دائن ومدين بين الوسطاء، أي أنه يكون فيها كل منهم أو بعضهم دائنًا لأحد الوسطاء ومدينًا له، وبما أن تسديد ثمن الصفقة لا يتم بمجرد إتمام الصفقة وإنما يتم تسوية الصفقة بين الوسطاء من الناحية المالية عن طريق المقاصة من خلال إجراء الفرق بين ما للوسيط وما عليه، فإن كان الفرق معدوما فلا يدفع شيئا للوسيط المقابل، وأما إذا كان الفرق غير معدوما فتتم المقاصة بين الدينين، ويقوم المدين الأقل بدفع الفارق إلى الوسيط الآخر.

¹مبارك بن سليمان آل فواز، الاسواق المالية الإسلامية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك بن عبد العزيز، جدو 2010، ص 41

²السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:184

الفرع الثاني- إجراءات نقل الملكية

أما نقل الملكية فيقصد به تحويل الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، وبهذا يصبح مشتري الأوراق يملك حرية التصرف فيها. بعد التطور التكنولوجي الذي عرفه العالم وإعتماد الرقمنة في مختلف المجالات وخاصة في السوق المالية والبورصات التي عرفت استعمال هذه التكنولوجيا بشكل كبير وواسع، تم بفضل ذلك احلال التداول الآلي محل التداول اليدوي في أغلب بورصات العالم، وتطبيقا لنظام التداول الآلي تقوم إدارة البورصة أثناء التداول بإرسال كافة المعلومات إلكترونيا إلى شركة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي المختصة، لتقوم بدورها بإضافة الأوراق المالية المشتراة إلى شركة السمسرة المشتريه وخصم قيمة هذه الأوراق وسدادها لشركة السمسرة البائعة، ومن جهتها تقوم شركة السمسرة بتسليم الأوراق المالية للعملاء المشتريين وسداد المبالغ المستحقة للعملاء البائعين وبذلك أصبحت عملية المقاصة والتسوية ونقل الملكية تتم آليا وبسلاسة وبسرعة دون تعقيد. وبعد إتمام الخطوات السابقة يتم تسجيل ملكية العميل للأوراق المالية التي قام بشرائها في سجلات الحفظ المركزي فتصبح بذلك ملكا قانونيا له يحق له التصرف فيها بيعا وشراء.

خلاصة الفصل

لقد قمنا خلال هذا الفصل بدراسة الإطار النظري للأسواق المالية من حيث طبيعتها، نشأتها، وأدواتها، توصلنا من خلال ذلك أن للسوق المالي أهمية كبيرة كآلية تعمل على تسهيل انتقال الأموال من أصحاب الفوائض المالية (المدخرون) إلى أصحاب العجز المالي (المستثمرون)، وبذلك يعتبر السوق المالي كقناة تسمح باستقطاب رؤوس الأموال وتوجيهها للاستخدام الامثل في مختلف الأنشطة الاستثمارية، والتي من شأنها المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

مع التطور الذي شهدته الأسواق المالية خاصة في مجال الابتكار المالي واستحداث أدوات مالية جديدة في إطار ما يعرف بالهندسة المالية، أصبحت بذلك مصدرا رئيسيا للتحكم في السيولة، والتي يهدف من خلالها القائمون على الاقتصاد تحقيق التوازن المالي لأي اقتصاد في العالم، أي أن السوق المالية أصبحت أداة لتصحيح أي خلل يمكن أن يتعرض له النظام المالي. ولا يمكن للسوق المالي أن تؤدي عملها بالشكل الذي أنشأت من أجله إلا في وجود مجموعة من السماسرة والوسطاء الماليين، الذي يعتبر وجودهم ضروري لإجراء مختلف عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، فهم وسيلة ربط بين المشتري والبائع، ويتم تحديد سعر الورقة المالية من خلال التفاعل الذي يحدث بين هؤلاء الوسطاء والسماسرة بفعل قانون العرض والطلب.

الفصل الثاني

الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

وأحكامها الفقهية

تمهيد

على اعتبار أن السوق المالية تنقسم إلى قسمين، سوق النقد، وسوق رأس المال فمن المنطقي أن نجد لكل سوق أدواته المالية الخاصة به يتم تداولها من خلاله، ولكل أداة مميزاتا وخصائصها التي تجعل تداولها يتم في سوق دون الآخر، حيث أنّ الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد من الأدوات ذات الأجل القصير، بينما تلك التي يتم تداولها في سوق رأس المال من الأدوات التي تستحق لأجل متوسط وطويل، كما يتم تداول في سوق رأس المال أدوات جديدة لم تكن معروفة من قبل، ظهرت في إطار ما يعرف الهندسة المالية سميت بالمشتقات المالية، وهي أدوات تشتق من أدوات مالية أصلية وترتبط بتغيرات أسعارها بأسعار الأصول المالية المشتقة منها.

تختلف النظرة الاسلامية للأدوات المالية عن النظرة التقليدية، لذا قام المتخصصون في مجال الفقه الإسلامي بدراسة هذه الأدوات بغرض إصدار الأحكام الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول هذه الأدوات بناء على قواعد وضوابط الشريعة الاسلامية. سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وتبيان الأحكام الفقهية المتعلقة بها، وعليه سيقسم هذا الفصل حسب المخطط الآتي:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد و أحكامها الفقهية

المبحث الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية

المبحث الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية

المبحث الرابع: الأدوات المشتقة المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وأحكامها الفقهية

الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد هي عبارة عن صكوك دين قصيرة الأجل قابلة للتداول، تثبت لحاملها أنه دائن لمصدر الصك بالمبلغ المدون عليه، لأجل لا يتجاوز السنة الواحدة في الغالب وبالتالي تمثل المبالغ المدونة على صكوك الدين قروضاً تستحق خلال مدة محددة، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ استحقاقها من خلال بيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الأداة، كما سيأتي بيانه من خلال التطرق لمختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

المطلب الأول: أذون الخزينة وحكمها الفقهية

الفرع الأول - تعريف أذون الخزينة: هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثنا عشر شهراً¹.

أذونات الخزينة لا تباع على أساس سعر فائدة، وإنما على أساس سعر خصم، أي تباع أذون الخزينة بسعر أقل من قيمتها الاسمية على أن يسترجع مشتريها قيمتها الاسمية كاملة عند انقضاء آجال استحقاقها، وبالتالي يستفيد مشتريها من الفرق بين السعر الذي يدفعه للورقة عند الشراء والسعر الذي يقبضه عند حلول تاريخ استحقاقها. ويتم بيعها عن طريق المزاد حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل².

ويوجد لهذا النوع من الأوراق سوق ثانوية نشطة يجري فيها تداول هذه الأوراق وفقاً لأسعار البيع والشراء التي يعرضها المتعاملون، وهي الأسعار التي تتحدد وفقاً لسعر الخصم، الذي يختلف في حالة البيع عنه في حالة

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص:15

² زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، 2007، ص:149

الشراء، ويحققون أرباحهم من فروق الأسعار تلك، حيث أنهم يبيعون بسعر خصم أقل، ويشترون بسعر خصم أعلى¹.

الفرع الثاني - الحكم الفقهي لإصدار وتداول أذون الخزينة:

أولاً- حكم إصدارها: من خلال التعريف السابق لأذونات الخزينة يمكن استنباط الأحكام الفقهية المتعلقة بهذا النوع من الأدوات المالية، فهي تعتبر سندات بمبالغ مالية تلتزم الحكومة بدفع قيمتها الاسمية في أجل لاحق لمن يشتريها آنياً بأقل من قيمتها الاسمية، بحيث أن الغرض من إصدارها هو تحصيل الأموال اللازمة لمواجهة النفقات الحالية، وتلجأ الحكومة إلى هذا النوع من التمويل لحاجتها الماسة والفورية للأموال. وعلى ذلك فإن إصدار أذون الخزانة وبيعها للمستثمرين لا يخرج في تكيفه الفقهي فيما يظهر عن أحد محملين².

المحمل الأول: أن يكون اقتراضاً بفائدة، حيث يتمثل القرض في المبلغ الذي يدفعه المشتري ثمناً للإذن وتتمثل الفائدة في الفرق بين هذا المبلغ وبين قيمة الإذن الاسمية، التي يقبضها المشتري في تاريخ الاستحقاق. المحمل الثاني: أن يكون من قبيل بيع النقود بالنقود، أي بيع نقود مؤجلة (وهي قيمة الإذن الاسمية التي تلتزم الحكومة بدفعها عند حلول تاريخ الاستحقاق) بنقود حائلة أقل منها (وهي ما يدفعه مشتري الإذن ثمناً له وقت العقد).

وبالنظر إلى الاحتمال الأول الذي يعتبر أن الإذن قرضاً ينجر عنه نفعاً فهو بذلك يكون محرماً ويناقض مبادئ الشريعة الإسلامية وقواعدها الفقهية، وبالتالي لا يجوز شرعاً التعامل بأذونات الخزينة ولا تداولها حسب القاعدة الفقهية التي تقول (كل قرض جر نفعاً فهو ربا).

أمّا إذا قدرنا الإذن من قبيل بيع النقود بالنقود حسب الاحتمال الثاني فإن إصدار أذونات الخزينة يعتبر من رباً النسبته المتفق على تحريمه، لأن من شروط بيع النقود بالنقود، التماثل، الحلول، والتقابض في مجلس العقد

¹ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص: 42

² مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص: 269

لقول رسول الله ﷺ (لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل، ولا تشقوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل، ولا تشقوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائباً بناجز)¹.

وقد ناقش مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي مسألة إصدار اذونات الخزينة وذلك خلال دورته المنعقدة بجدة بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة 17-23 شعبان 1410 هجري الموافق لـ 14-20 مارس 1990 ميلادي وبعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة الأسواق المالية المنعقدة في الرباط خلال الفترة 20-24 ربيع الآخر 1410 هجري الموافق لـ 20-24 عام 1989 ميلادي وبالتعاون بين مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية وبعد الاطلاع على الجوانب التي تحكم إصدار اذونات الخزينة، ومن خلال ذلك توصل إلى أن الأذن هو عبارة عن شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية للسند (الأذن) أو يترتب عنه نفع مشروط، سواء كان ذلك جوائز توزع بالقرعة أو مبلغاً مقطوعاً أو حسماً، وبموجب هذا الاجتماع قرر ما يلي²:

أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا اثر لتسميتها بشهادات أو صكوك استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً.

ثانياً: تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري، بوصفها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق بوصفها حسماً لهذه السندات.

ثالثاً: كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز بوصفها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

¹ صحيح البخاري، باب البيوع، باب بيع الفضة بالفضة، ص: 2177

² مركز التمييز البحثي في فقه قضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، المجلد الثاني، الطبعة الاولى، جامعة الامام محمد بن سعود، المملكة

العربية السعودية، 2014، ص: 472، 473

ثانيا: حكم تداول أذونات الخزينة: بعد التطرق الى مفهوم أذون الخزينة وكيفية إصدارها وحكم ذلك، سنتطرق فيمايلي إلى حكم تداول أذونات الخزينة، والتي ينظر إلى مشتريها من الناحية القانونية أنه دائما لخزينة الدولة بصفتها هي من تتولى إصدار هذا النوع من الأدوات وبقيمة اسمية معينة، وبالتالي قانونا أن حامل الأذن لدينا للخزينة بالقيمة الاسمية المدونة على الورقة المالية، لكن في حقيقة الأمر أن حامل الإذن دفع مبلغا أقل من القيمة الاسمية لقاء حصوله على ملكية الأذن، وعليه من الناحية الشرعية فهو مدين للخزينة بالمبلغ المدفوع عند الشراء، وليس بالقيمة الاسمية وبالتالي يعتبر الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة المدفوعة زيادة ربوية يحرم أخذها هذا من ناحية، ومن ناحية اخرى فإن مالك الأذن إذا أراد أن يبيعه فسيبيعه بقيمة أقل من القيمة الاسمية وأعلى من قيمة الشراء الأمر الذي يؤدي به إلى الوقوع في معاملة ربوية.

ولكون أن التعامل في بيع وشراء أذونات الخزينة ينتج عنه معاملات ربوية محضة، المحرمة شرعا وبالتالي لا يجوز تداولها فضلا عن إصدارها وتسويقها.

المطلب الثاني: شهادات الإيداع القابلة للتداول وحكمها الفقهي

شهادات الإيداع القابلة للتداول من الأدوات المالية القصيرة الأجل التي يتم التعامل بها في سوق النقد، ويجري تداولها سواء في السوق النقدي ما بين البنوك أو إعادة بيعها من خلال السوق الثانوي، وسنحاول فيما يأتي إعطاء تعريف لهذا النوع من الأدوات المالية وتبيين حكمه الفقهي.

الفرع الأول- تعريف شهادات الإيداع القابلة للتداول: هي عبارة عن ورقة مالية تثبت لحاملها أنه يملك مبلغا من المال لدى بنك معين أو المؤسسة المالية المصدرة للورقة المالية المدون عليها القيمة الاسمية للمبلغ المودع. وهي من الأدوات المالية قصيرة الأجل، استحدثتها البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية لغرض تشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لديها، وباختلاف المبالغ المالية المودعة من قبل المستثمرين تختلف قيم هذه الأوراق المالية ، وتتفاوت تواريخ استحقاقها بتفاوت تواريخ استحقاق الودائع على أن لا تتجاوز السنة الواحدة.

وتحمل شهادات الإيداع قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة يمكن أن يكون ثابتا ويمكن أن يكون متغيرا، بحيث يحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة، بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها ويتم إصدارها وتسويقها بأحد الأسلوبين¹:

الأول: الإصدار العام وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.

الثاني: الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها، بناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها.

وتعد شهادات الإيداع من أنواع الودائع لأجل، ولذا فإنه لا يحق لحاملها استرداد وديعته قبل تاريخ استحقاقها، إلا أنها تتميز بقبولها للتداول في السوق الثانوية، ويمكن لحاملها أن يبيعها والحصول على نقوده قبل حلول موعد استحقاقها مقابل التنازل عن جزء من العائد المرتبط بها (الفائدة المستحقة).

الفرع الثاني- حكم اصدار وتداول شهادات الإيداع القابلة للتداول

أولا- حكم إصدارها: كما هو معروف تعتبر الودائع المصرفية (وخاصة الودائع لأجل) في تكييفها الشرعي قروض ربوية، فالأموال المودعة لدى البنك يتلقى مودعيها فائدة ربوية كعائد مقابل تخليهم عن أموالهم لفترة من الزمن، فهي من القروض التي ينجر عنها نفعا والتي اجتمعت كل الأدلة من الكتاب والسنة على حرمة التعامل بها. فالبنك المصدر لشهادات الإيداع يملك إذنا من المودع إما صريحا أو ضمنا حرية التصرف في الوديعة واستعمالها في نشاطه الخاص بحيث تكون دينا في ذمته، وبالتالي تصبح الوديعة قرضا لدى البنك ولا تغني تسميتها وديعة من الخروج من حرمة إصدارها، فالعبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني، وعليه فالأحكام المقررة على القروض تنطبق على الودائع المصرفية (بما فيها شهادات الإيداع)، ومن بين هذه الأحكام حرمة التعامل بالزيادة وعدم جوازه، وبناء على ذلك يحرم إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأنها تمثل قرضا بزيادة وهو الربا بعينه.

ثانيا- حكم تداول شهادات الإيداع القابلة للتداول: عندما يتم التعامل بشهادات الإيداع بيعا وشراء فإن كل ما يتعلق بها وتم الاتفاق عليه في عقد الوديعة ينتقل إلى المشتري المحتمل لهذه الأوراق المالية، بما في

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدرسية) ، مركز النشر العلمي، جدة، 2010، ص 29

ذلك الفائدة الربوية المطبقة في العقد الأولي، بحيث أن مشتري شهادة الإيداع يتحصل على الفائدة الربوية المقررة في العقد عند حلول أجل استحقاقها، ولما كان الأمر كذلك فإنه لا يجوز بيعها، شراؤها أو تسويقها، فالفائدة الربوية لا يجوز أن يأخذها المودع الأول فكيف بمشتري الدين ان يتلقى عائده من البائع، بالإضافة إلى المحاذير الأخرى التي قد يقع فيها بائع الدين، من عدم التفاضل وعدم التقابض المفضي إلى ربا النسئة المجمع على تحريمه.

المطلب الثالث: القبول المصرفي وحكمه الفقهي

الفرع الاول- تعريف القبول المصرفي: القبول المصرفي أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل يتراوح فترة استحقاقه من شهر إلى تسعة أشهر، ويصدر عن طريق الخصم من قيمته الإسمية، يستخدم القبول المصرفي من أجل الاقتراض كما يستخدم كوسيلة دفع وأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية، وذلك من خلال تمكين المستوردين من دفع قيمة البضائع المشتراة من الخارج بأجل.

أما كيفية إصدار القبول المصرفي فتتم عن طريق قيام أحد البنوك المحلية بالتوقيع على كميالة بختم مكتوب عليه مقبول، مسحوبة عليه، وبالتالي يقبل البنك أو وكيله في دولة أخرى بدفع قيمة البضاعة المستوردة من طرف الوكيل على أن يسترجع البنك القيمة الاسمية للكميالة عند حلول ميعاد استحقاقها، فالقبول المصرفي هو عبارة عن اتفاق بين العميل وبنكه على تسديد قيمة السلعة على أن يحتفظ البنك بحقه في استرجاع أمواله من خلال إصدار كميالة مسحوبة عليه مستفيدا بذلك من قيمة الخصم.

ويعرف القبول المصرفي بشكل مختصر بـ " تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كميالة مسحوبة عليه عن طريق ختمها بكلمة مقبول"¹. تعد الكميالات أو القبولات المصرفية من أهم الأدوات القصيرة الأجل التي يتم التعامل بها لتمويل التجارة الخارجية والداخلية ولها سوق ثاني يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسة. القبول المصرفي هو حوالة مصرفية، أي وعد بالدفع مماثل للشيك، تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره، أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول(ختم) الحوالة بعبارة "مقبول Accepté"

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدرسية)، مرجع سبق ذكره، ص: 30

عموما تمثل الكمبيالات المصرفية تعهدا كتابيا بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك يتراوح تاريخ استحقاقها أقل من 06 أشهر، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لطرف ثالث وهكذا.

وعادة ما تكون العمولة التي يتحصل عليها المصرف الذي يقبل هذه السندات في صورة مبلغ محدد محصوم سلفا لا يتغير بشكل عام، كذلك فإن عامل المخاطرة على القبول المصرفي يكون صغير نسبيا، ولذلك فإن معدلات الفائدة المدفوعة عليه تكون منخفضة، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره(المقترض الأصلي)، وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع على البنك الذي قبل التعهد من البداية.

هذا التعهد يزيد من قوة وضمان السند ويصبح مع الدائن ورقة من الدرجة الاولى من السهل بيعها، وأحيانا تقوم بعض المصارف الكبرى بشراء السندات التي قبلها البنك، ويحدث ذلك عندما يتحقق لديها احتياطات نقدية تفوق النسب القانونية المقررة، وبالطبع تقوم ببيع جزء منها عندما تنخفض احتياطاتها وتقترب من النسب القانونية¹.

الفرع الثاني- الحكم الفقهي للقبول المصرفي:

إذا نظرنا إلى القبول المصرفي من حيث الأصل فهو شكل من أشكال الضمان بحيث أن البنك يتدخل كضامن من أجل تسديد قيمة السلعة المستوردة، وبهذه الصفة ودون فرض شروط أخرى يعتبر القبول المصرفي جائز شرعا وقد دلّ على ذلك ما جاء في قوله تعالى: ﴿ قَالُوا نَفَقْدُ صَوَاعِ الْمَلِكِ وَلَمَن جَاءَ بِهِ حِمْلُ بَعِيرٍ وَأَنَا بِهِ زَعِيمٌ ﴾ (الآية 72 سورة يوسف)

وجاء في الحديث من حديث أبو أمامة الباهلي أن رسول الله ﷺ قال²:

(إِنَّ اللَّهَ عَزَّ وَجَلَّ قَدْ أَعْطَى كُلَّ ذِي حَقٍّ حَقَّهُ؛ فَلَا وَصِيَّةَ لَوَارِثٍ، وَلَا تُنْفِقُ الْمَرْأَةُ شَيْئًا مِنْ بَيْتِهَا إِلَّا بِإِذْنِ رَوْحِهَا، فَقِيلَ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، وَلَا الطَّعَامُ؟ قَالَ: ذَاكَ أَفْضَلُ أَمْوَالِنَا، ثُمَّ قَالَ: " الْعَارِيَةُ مُؤَدَّاةٌ، وَالْمِنْحَةُ مُرْدُودَةٌ، وَالِدَيْنُ مَقْضِيٌّ، وَالزَّعِيمُ غَارِمٌ.) سنن أبي داود | الصفحة 3565؛ الزعيم غارم يعني الكفيل ضامن.

¹ السيد متولى عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، ط1 ، دار الفكر موزعون و ناشرون، عمان، 2009، ص: 126

² <https://www.dorar.net/hadith/sharh/117362> أطلع عليه يوم 2022/03/30

وجاء في حديث جنازة صاحب الدين عن سلمة بن الأكوع رضي الله عنه قال: كنا جلوسا عند النبي إذ أتى بجنازة، فقالوا: صل عليها، فقال: (هل عليه دين)، قالوا: لا، قال: (فهل ترك شيئا). قالوا: لا، فصلى عليه، ثم أتى بجنازة أخرى، فقالوا: يا رسول الله، صل عليها، قال: (هل عليه دين)، قيل: نعم، قال: (فهل ترك شيئا)، قالوا: ثلاثة دنائير، فصلى عليها، ثم أتى بالثالثة، فقالوا: صل عليها، قال: (هل ترك شيئا). قالوا: لا، قال: (فهل عليه دين)، قالوا: ثلاثة دنائير، قال: (صلوا على صاحبكم). قال أبو قتادة: صل عليه يا رسول الله وعلي دينه، فصلى عليه¹.

وقد أجمع المسلمون على جواز الضمان، وبالتالي القبول المصرفي من حيث الاصل فهو جائز شرعا من الكتاب والسنة والإجماع، غير أنه لما أصبح القبول المصرفي يستعمل في غالب الأحيان أداة للاقتراض حيث يقوم حامل الكمبيالة المقبولة بتقديمها إلى أحد البنوك ليقبض قيمتها قرضا بعد أن يخضم البنك منها ما يمثل الفائدة المطبقة على المبلغ المقترض، وبالتالي أصبح يحرم على البنك إصدار هذا القبول إذا علم أنه يستعمل لهذا الغرض، وهذا لحديث النبي صلى الله عليه وسلم في الربا حيث لعن النبي آكل الربا وموكله و كاتبه وشاهديه، وقال هم سواء، ومنه فإذا كانت الشهادة على الربا محرمة فضمانه محرم أيضا، كما يحرم كتابة عقد الربا.

المطلب الرابع: الأوراق التجارية و أحكامها الفقهية

الفرع الأول - تعريف الأوراق التجارية، خصائصها وطرق إصدارها

أولا-تعريف الأوراق التجارية: تعتبر الأوراق التجارية من بين أهم الأدوات المالية الشائع تداولها في سوق النقد، ولها عدة تعريفات نذكر منها ما يلي:

"هي مستندات تمثل قروضا قصيرة الأجل تصدرها الشركات المساهمة الضخمة لتقترض عن طريق بيعها إلى الجمهور مبالغ ضخمة تبلغ عادة عشرات الملايين من الدولارات"².

"هي عبارة عن أوراق وعد بالدفع، غير مضمونة، تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة وذات الملائة المالية العالية"³.

¹أطلع عليه يوم 2022/04/24 <https://www.bukhari.lna.io/4647/>

²زيد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الاولى، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، 1997، ص:41

³محمد ابن عزت الميداني، الادارة التمويلية في الشركات ، الطبعة الثالثة، مكتبة العبيكان، 2015، ص: 487

" الأوراق التجارية هي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريق التظهير، تمثل حقا نقديا، وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها، أو بعد أجل قصير ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود"¹.
الأوراق التجارية هي: " كميالات لحاملها، تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة بمتانة مركزها المالي، وسمعتها الطيبة في السوق"².

الأوراق التجارية: "هي صكوك مكتوبة وفقا لأوضاع قانونية محددة، تتضمن دفع مبلغ معين من النقود في وقت معين أو قابل للتعين، وتنقل الحقوق الثابتة فيها بطريقة التظهير أو المناولة (التسليم)، ويقبلها العرف التجاري كأداة لتسوية الديون، بسبب سهولة تحويلها إلى نقود"³.

ورغم اختلاف المعنى في التعريفات السابقة إلا أن المتفق عليه هو أن الورقة التجارية تمثل وعدا بالدفع، تصدر لغرض الاقتراض وهي على شكلين: الكمبيالة والسند الإذني، وبالتالي يمكن أن تعرف بأنها سندات إذنية (أوكمبيالات) تصدرها الشركات الكبيرة بغرض الاقتراض لحاجتها الماسة للتمويل القصير الأجل الموجه لدورة الاستغلال والنفقات الإنتاجية.

ثانيا- خصائص الأوراق التجارية:

تطرت معظم القوانين التجارية إلى ذكر خصائص الأوراق التجارية بدلا من تعريفها وذلك بهدف إظهار حقيقتها بشكل واضح، ويمكن ذكر أهم خصائص الأوراق التجارية فيما يلي:

1- موضوع الورقة التجارية يمثل مبلغا نقديا محدد المقدار والأجل: تعتبر الورقة التجارية صك يمثل حقا شخصيا يتعين على مصدره دفع مبلغ معين من النقود، وهي بذلك تقوم بدور النقود دون الحاجة إلى استعمال النقود ذاتها وبناء على ذلك إذا لم يكن موضوع الصك نقودا فإنه لا يعتبر ورقة تجارية، فالصكوك أو السندات التي يكون موضوعها بضاعة كسندات الشحن البحري أو البري، سندات تخزين البضائع،

¹ محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي، الطبعة السادسة، دار النفائس، 2007، ص: 238

² محروس حسن، الاسواق المالية و الاستثمارات المالية، دار النشر: كتب عربية، بدون سنة نشر، ص: 32

³ سعيد بن تركي بن محمد الختلان، أحكام الأوراق التجارية في الفقه الاسلامي ، دار ابن الجوزي، الدمام- السعودية، 2004، ص: 42

سندات الرهن والسندات التي يكون موضوعها قيمة بضاعة، فهي لا تعتبر من قبيل الأوراق التجارية وإن كانت قابلة للتداول بالطرق التجارية.

ويشترط أن يكون المبلغ الذي تمثله الورقة التجارية محدد المقدار، والأجل بكل دقة، وغير متنازع على تحديده، وبناء على ذلك إذا كان الحق الثابت بالصك غير محدد المقدار، أو معلقا على شرط، أو على أجل غير محدد أو قابل للتحديد، فإنه يخرج بذلك من نطاق الأوراق التجارية، وذلك لأنّ من شأن عدم تحديد المبلغ تحديدا دقيقا، أو تعليقه على شرط، أو أجل غير محدد إثارة الخلافات حول الوفاء بالقيمة أو ميعاد الاستحقاق¹، ولهذا لا تدخل الأسهم والسندات في نطاق الأوراق التجارية وإن كانت قابلة للتداول بالطرق التجارية، وذلك لأن قيمتها خاضعة لتقلبات السوق وبالتالي لا يمكن تحديد سعر ثابت لقيمتها وحتى آجال استحقاقها لا يمكن تحديده تحديدا دقيقا.

2- قابلية الأوراق التجارية للتداول بالطرق التجارية: ويقصد بذلك إمكانية انتقالها من شخص إلى آخر بالطرق التجارية المنصوص عليها في القانون التجاري دون تأخير أو مماطلة، ويتم تداول الأوراق التجارية بطريقتين، الأولى عن طريق التظهير إذا كانت الورقة إذنيه، فبمجرد الكتابة على ظهر الصك يفيد ذلك بتنازل صاحبه عن قيمة الصك لغيره، والثانية هي التسليم المباشر أو ما يعرف بالمناولة اليدوية إذا كان الصك لحامله.

3- الأوراق التجارية تمثل حقا لحاملها يستحق بعد أجل قصير (أقل من سنة واحدة)، أو بمجرد الإطلاع، وهي بذلك عكس السندات التي تستحق بعد أجل طويل، كما تختلف عن الأسهم من حيث ما تختصّ به الأسهم من حقوق كثيرة كحق المشاركة في الأرباح، حق التصويت وحق التمثيل وحضور اجتماع مجلس الإدارة.

4- تعتبر الأوراق التجارية أداة التزام ووفاء بالديون وهذا ما استقر عليه العرف وهي بذلك تقوم مقام النقود في المعاملات التجارية وتسوية الديون.

ثالثا- وظائف الأوراق التجارية وطرق إصدارها: بعد ذكر أهم الخصائص التي تتميز بها الأوراق التجارية يتضح لنا أهميتها في التعامل التجاري من خلال ما تقوم به من وظائف متمثلة في:

¹ سعيد بن تركي بن محمد الخثلان، مرجع سبق ذكره، ص: 64

- فباعتبار الأوراق التجارية أداة التزام تسمح للدائن باستيفاء حقه نقدا عن طريق خصمها لدى البنك التجاري.

- الأوراق التجارية تسمح للمدين بالاستفادة من تمديد الأجل الذي حصل عليه إلى غاية حصوله على السيولة اللازمة.

- يمكن لحامل الورقة التجارية تسديد قيمة مشترياته من البضاعة لدى تاجر الجملة عن طريق الورقة التجارية، فهي بذلك وسيلة للائتمان.

- تساعد الأوراق التجارية من التقليل من مشكل نقص السيولة والحد من التضخم. يتم إصدار الأوراق التجارية بإحدى الطريقتين التاليتين:

الأولى: عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية، وبدون سعر فائدة، وإنما يدفع مشتري الورقة قيمة من المال تقل عن القيمة الاسمية للورقة عند تاريخ العقد على أن يسترجع القيمة الاسمية للورقة كاملة عند حلول تاريخ استحقاقها، وبالتالي يستفيد من الفارق بين السعرين (سعر الشراء والقيمة الاسمية المسترجعة)، وهي بهذا الشكل شبيهة بأذونات الخزينة من عدة وجوه وتختلف عنها فقط من حيث الجهة المصدرة للورقة، فأذونات الخزينة تصدرها الحكومة في حين أن الورقة التجارية الاستثمارية تصدرها الشركات الكبرى.

الثانية: إصدارها بسعر فائدة محددة، بحيث يحصل حاملها على القيمة الاسمية للورقة عند حلول تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى الفائدة المحددة مسبقا.

ويتم تسويقها مباشرة من طرف الشركات المقترضة، أو بواسطة مؤسسات متخصصة في تسويقها وتوزيعها على الراغبين في استثمار اموالهم، وتمثل هذه المؤسسات المتخصصة في البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، شركات الأعمال، وصناديق التقاعد وغيرها من الشركات والمؤسسات المتخصصة، وبمجرد تسويق وتوزيع هذه الأوراق التجارية تكون قابلة للتداول في السوق الثانوي.

الفرع الثاني - خصم الأوراق التجارية

يعتبر خصم الأوراق التجارية من بين أهم الأدوات والعمليات المعتمدة في سوق النقد، وتمثل عمليات خصم الأوراق التجارية من بين المصادر المهمة للأموال في هذا السوق، لذا نجد بعض المراجع تقسم سوق النقد إلى قسمين: أحدهما سوق القروض والثاني سوق الخصم.

تطلق الأوراق التجارية المتداولة في سوق الخصم - في الغالب - على الكمبيالة، السند الإذني (السند لأمر) ويستثنى من عملية خصم الشيك كونه ليس له اجل استحقاق، بينما الخصم يكون للأوراق التجارية ذات أجل استحقاق. وللتعرف أكثر على خصم الأوراق التجارية، يتطلب الأمر التعريف بأهم أنواع هذه الأوراق، وسنتطرق من خلال ما يأتي إلى تعريف كل من الكمبيالة والسند الإذني والأحكام المتعلقة بهما:

أولاً- تعريف الكمبيالة: عرفت الكمبيالة بأنها: " صك مكتوب وفقاً لشكل معين، يحدده نظام الأوراق التجارية، يتضمن أمراً من شخص يسمى الساحب إلى شخص آخر يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع لشخص ثالث يسمى المستفيد، مبلغاً من النقود، في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، أو بمجرد الإطلاع"¹.

ولا يتم إصدار الكمبيالة إلا بتواجد ثلاثة أطراف:

الطرف الأول: الساحب ويكون دائماً للمسحوب عليه

الطرف الثاني: المسحوب عليه و يكون مديناً للساحب

الطرف الثالث: المستفيد ويكون دائماً للساحب

وبتواجد هذه الأطراف يتم إصدار الكمبيالة، ويفترض وجود رابطتين سابقتين الأولى بين الساحب والمسحوب عليه وهي علاقة الدين كما ذكرنا من قبل، أما الثانية هي كذلك علاقة دين بين الساحب والمستفيد. وبناء على هذه العلاقات يقوم المدين الذي هو الساحب بإصدار أو تحرير كمبيالة، لتكون أداة وفاء للمدين الذي عليه للمستفيد، يحيله فيها إلى مدين الذي هو المسحوب عليه ، لاستيفاء هذا الدين، وبالتالي فالعملية هي بمثابة تحويل لدائنية الأطراف.

¹ إلياس حداد، الاوراق التجارية في النظام التجاري السعودي، المكتبة الوطنية الموحدة للتوزيع، السعودية ، 1986، ص : 49-50

إلا أن الساحب وبهذا العملية لا يبرأ من دينه (المدين به للمسحوب عليه) براءة كئيّة بل يظل ضامناً للوفاء بالكمبيالة اتجاه المستفيد وفي هذا الإطار جاء في القانون التجاري السعودي في المادة رقم 11 منه مايلي: " يضمن ساحب الكمبيالة قبولها، ووفاءها، ويجوز أن يشترط إعفائه من ضمان القبول، دون ضمان الوفاء"¹.

ثانياً- تعريف السند الإذني:

عرف السند الإذني بعدة تعريفات تصبّ كلها في مفهوم واحد وإن اختلفت الألفاظ، ومن بين هذه التعريفات نذكر ما يلي: " السند الإذني تعهد كتابي من المقترض، بدفع مبلغ معين عند الطلب أو في تاريخ معيّن إلى شخص بالذات أو لحامله، وقد يتضمن السند الإذني ذكراً لسعر الفائدة المستحقة على الدين"². ويمكن تعريفه بأنّه: " صك مكتوب أو محرر وفق شكل قانوني، يلزم شخص معيّن يسمى المحرر بدفع مبلغ معين في تاريخ معيّن أو قابل للتعيين لإذن أو لأمر شخص آخر يسمى المستفيد".

الفرع الثالث : أحكام التعامل بالأوراق التجارية

تعد الأوراق التجارية من أهم أدوات سوق النقد المعاصرة، وكثير من المتعاملين بها يجهلون الأحكام الشرعية المتصلة بها؛ من هنا كانت الحاجة ماسة للتعرف على أبرز الأحكام الشرعية المتعلقة بالأوراق التجارية وفيمايلي سنسرد مختلف التوصيات التي انبثقت عن اجتماعات المجمع الفقه الاسلامي الدولي المتعلقة بالتعامل بالأوراق التجارية خاصة ما جاء في القرار رقم 64 (7/2).

أولاً - نص قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 64 (7/2)³:

إن مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 07-12 ذي القعدة 1412 الموافق لـ 09-14 ماي 1992 ميلادي، بعد اطلاعه على البحوث الواردة

¹ عبد الله بن محمد العمران، الأوراق التجارية في النظام السعودي، ص: 29

² راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، مكتبة النهضة، القاهرة، 1987، ص: 315

³ قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 64(7/2)، مجلة المجمع الفقهي، قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-238،

الإصدار الرابع 2020 ص 205-206

إلى المجمع بخصوص البيع بالتقسيط، استكمالا للقرار 51 (6/2) بشأنه، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله قرر مايلي:

أولاً- البيع بالتقسيط جائز شرعا، ولو زاد فيه الثمن المؤجل على المعجل.

ثانيا- الأوراق التجارية(الشيكات، السندات لأمر، سندات السحب) من أنواع التوثيق المشروع للدين بالكتابة.

ثالثا- أنّ حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعا، لأنه يؤول إلى ربّا النسبئة المحرم.

رابعا- الحطيطة من الدين المؤجل لأجل تعجيله، سواء كانت بطلب الدائن أو المدين(ضع وتعجل) جائزة شرعا، لا تدخل في الربّا المحرم، إذا لم تكن بناء على اتفاق مسبق، ومادامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز لأنها تأخذ عندئذ حكم حسم الأوراق التجارية.

خامسا- يجوز اتفاق المتدائنين على حلول سائر الاقساط عند امتناع المدين عن وفاء أي قسط من الأقساط المستحقة عليه ما لم يكن معسرا.

سادسا- إذا اعتبر الدين حالا لموت المدين أو إفلاسه أو مماطلته، فيجوز في جميع هذه الحالات الخط منه للتعجيل بالتراضي.

سابعا- ضابط الاعسار الذي يوجب الإنظار: ألا يكون للمدين مال زائد عن حوائجه الأصلية يفيد بدينه نقدا او عينا.

إذن واستنادا لما جاء في نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 64 (7/2) ومن تعريفه للأوراق التجارية (الشيكات،السندات لأمر،سندات السحب) باعتبارها من أنواع التوثيق المشروع للدين بالكتابة فنقول أن الأوراق التجارية من حيث الأصل يجوز اصدارها توثيقا للدين، لكن إذا كان على هذا الدين أي فوائد ربوية مقابل التأخير كان التحريم لها لا لذاتها، وإنما لوجود الوصف المحرم الداخل عليها، كما أن حامل الورقة التجارية، وهو الدائن الأصلي إذا قام ببيعها لطرف ثالث بأقل من المبلغ المكتوب عليها طمعا في استعجال الحصول على الدين قبل حلول أجله، فإن ذلك محرم شرعا.

ثانيا- الحكم الفقهي لخصم الأوراق التجارية :

1- تعريف الخصم: الخصم هو مصطلح اقتصادي جديد ربوي النشأة، ظهر في عصر المصارف التجارية التي تعتمد الفوائد الربوية في تعاملها، وتلجأ هذه المصارف إلى عملية الخصم بغرض تحقيق أرباح من وراء ذلك كأسلوب من أساليب الاستثمار المالي، حيث يعتبر الخصم الأكثر إقبالا من طرف الجمهور في سوق النقد، سواء المستثمرين فيه أو من هم بحاجة إلى الأموال، تتم عملية الخصم من خلال ما يلي:

أولاً: يتقدم حامل الورقة التجارية (كمبيالة، أو سند إذني) إلى المصرف طالباً منه خصمها.

ثانياً: يقوم المصرف بدفع قيمة الورقة التجارية المدون عليها بعد خصم الفائدة، وهي تختلف بحسب المدّة الباقية من أجل استحقاق الورقة، وعمولة المصرف، ونفقات التحصيل.

ثالثاً: يقوم حامل الورقة بتظهير الورقة للمصرف، ويتقاضى منه المبلغ المتفق عليه.

رابعاً: يعتبر حامل الورقة ضامناً للوفاء بقيمة الورقة التجارية، بحيث يحق للمصرف الرجوع عليه، ومطالبته بها إذا امتنع المسحوب عليه.

فعملية خصم الأوراق التجارية: أن يقوم طرف ثالث، لا شأن له بحقيقة الدين الموجود، فيستفيد من حاجة الدائن إلى السيولة، فيعطيه أقل مما له، وينتظر المدين حتى يدفع كامل قيمة الدين، والحاصل أن الأمر لا يعدو أن يكون حسم الدين لأجل الزمن.

2- الحكم الفقهي للخصم التجاري:

خصم الأوراق التجارية يتم عن طريق تظهير الورقة التجارية التي لم يحل أجلها بعد إلى المصرف تظهيراً ناقلاً للملكية، في مقابل أن يعجل المصرف قيمتها للمُظهِر، بعد أن يخصم منها مبلغاً يتناسب مع الأجل الذي يحل عنده موعد استحقاقها، وبالتالي فإنّ تظهير الأوراق التجارية يسمح بتداولها وعليه نقول لا يجوز شرعاً تداول الأوراق التجارية بالطريقة المعروفة من خلال خصم (حسم) الأوراق التجارية وهذا ما قرره مجمع الفقه في القرار المذكور سابقاً رقم 64(7/2) حيث جاء فيه حكم خصم الأوراق التجارية ورأي المجمع الفقهي في ما يعرف بالخطيئة من الدين، نذكر ذلك فيما جاء في نص القرار مايلي:

- إن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً، لأنه يؤول إلى ربّا النسيئة المحرم .

- الحطيطة من الدين المؤجل، لأجل تعجيله، سواء أكانت بطلب الدائن أو المدين (ضع وتعجل) جائزة شرعاً، لا تدخل في الربا المحرم إذا لم تكن بناء على اتفاق مسبق، وما دامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية، فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز، لأنها تأخذ عندئذٍ حكم حسم الأوراق التجارية.

المبحث الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال و أحكامها الفقهية

قبل التطرق إلى أنواع الأدوات المالية خاصة أدوات الملكية لفهم حقيقتها تمهيدا لبيان حكمها الفقهي، يجب التعرف قبل ذلك على الجهة التي تصدر هذه الأدوات وهي شركات المساهمة بذكر خصائصها وكيفية إنشائها بغرض بيان حقيقتها من أجل إصدار الأحكام المتعلقة بها .

المطلب الأول: شركة المساهمة، خصائصها وحكمها الفقهي

الفرع الأول- تعريف شركة المساهمة

الشركة بشكل عام هي: عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيان أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد، بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقيق إقتصاد أو بلوغ هدف اقتصادي ذي منفعة مشتركة، كما يتحملون الخسائر التي قد تنجر عن ذلك¹.

أما تعريف شركة المساهمة فتختلف عن التعريف العام للشركة نظرا لإنفرادها ببعض الخصائص عنها، فنجد أن القانون التجاري الجزائري قد عرفها في المادة 592 منه بأنها " شركة ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم"².

كما عُرِّفت شركة المساهمة من بعض من تعرض لها من الناحية النظامية بأنها: " هي الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، وقابلة للتداول دون قيود، ولا يسأل المساهم عن ديونها إلا بقدر قيمة الأسهم التي يملكها، وفي حدودها فقط"³.

¹المادة 416 من القانون المدني الجزائري

²المادة 492 من القانون التجاري الجزائري

³سعيد يحيى ، الوجيز في النظام التجاري السعودي، المكتب العربي الحديث، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2004، ص: 175

من خلال ملاحظة هذا التعريف الذي يقول به أغلب من تطرق إلى تعريف شركة المساهمة من الناحية النظامية، إلا أنه لم يذكر إلا بعض أحكام الشركة ولم يبيّن كل حقيقتها، ذلك لأن الشركة لا بد لها من مال وعمل، فالتعريف السابق أشار إلى المال ولم يذكر من يعمل بالمال، هل كل المساهمين أو بعضهم، أو استئجار غيرهم، وهل يقوم بعض المساهمين مقابل جزء من الأرباح أو مقابل أجر محدد، ولقصر مفهوم هذا التعريف نجد بعض من تطرق إلى تعريف شركة المساهمة من الناحية الشرعية، ومن بين هذه التعاريف نذكر:

التعريف الأول: "عقد على استثمار مال مقسوم على أسهم متساوية القيمة، قابلة للتداول، على ألا يسأل كل شريك فيها إلا بمقدار أسهمه، وعلى لا يقل عدد الشركاء عن خمسة، على أن يتولّى إدارتها وكلاء منتخبون من قبل مالكي الأسهم"¹.

التعريف الثاني: "عقد على مال بقصد الربح، مقسوم إلى أسهم متساوية القيمة، قابلة للتداول، وعلى أن لا يسأل كل شريك إلا بمقدار أسهمه، وعلى أن لا يقل عدد الشركاء عن خمسة، وعلى أن يتولّى إدارتها وكلاء مختارون عن ملاك الأسهم"².

ومنهم من يعرف شركة المساهمة بالإضافة إلى ما تقدم في محتوى التعريفين السابقين، يبيّن حقيقة شركة بشكل أوسع من خلال سرد كيفية مكافأة القائمين على تسيير شؤون الشركة، وفي هذا الإطار جاء التعريف التالي: " أن يشترك عدد من الأشخاص برأس مال مقسوم إلى أسهم متساوية، قابلة للتداول، في مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي، أو غيره، على أن يختاروا من بينهم أو من غيرهم من يتولى إدارة هذا المشروع، بجزء معلوم من الربح، أو مقابل أجر"³.

الفرع الثاني- خصائص شركة المساهمة:

تتميز شركة المساهمة بخصائص تنفرد بها عن غيرها من الشركات الأخرى، يمكن ذكر أبرزها فيما يلي:

¹ محمد رواس قلعه جي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه و الشريعة، دار النفائس، الطبعة الثانية بيروت-لبنان، 2002، ص: 56

² صالح بن زاین المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي، كلية الشريعة و الدراسات الاسلامية، مركز البحث العلمي و إحياء التراث الاسلامي ،

كلية الشريعة و الدراسات الاسلامية، جامعة أم القرى، السعودية، 1985، ص39

³ مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:107

1- يقسم رأس مال الشركة إلى حصص (أسهم) متساوية القيمة، بحيث يملك كل شريك من الشركاء سهما واحداً أو أكثر، وتكون هذه الأسهم قابلة للتداول.

2- تتمتع شركة المساهمة بشخصية معنوية، وبذمة مالية مستقلة عن ذمم الشركاء (المساهمين)، ويترتب عن هذه الاستقلالية المالية خصائص نظامية تتمثل في:

أ- يخرج رأس المال الذي ساهم به الشركاء عن ملكيتهم الخاصة ويصبح ملكاً للشركة ذاتها، وينتج عن تنازل الشركاء عن ملكيتهم لرأس المال تمتعهم ببعض الحقوق، كحق التصويت في الجمعية العامة، حق الحصول على الأرباح في حالة ما إذا تقرر اقتسامها، واقتسام أموال الشركة عند تصفيتها وفي هذا الإطار يقول الدكتور عاشور عبد الجواد عبد الحميد: " كلمة سهم تطلق ويقصد بها معنيان الأول هو حق المساهم أو نصيبه في شركات الأموال والثاني الصك الذي يمثل هذا الحق ومن هنا يجب التفرقة بين حق المساهم على صكوته وبين الحقوق التي يخولها له هذا السهم في علاقته مع الشركة، فالسهم كقاعدة يتجسد في وثيقة مادية تحتوي على بيانات معينة، قد يظهر فيها اسم صاحبه ويكون صكاً اسماً، وقد لا يظهر ويكون صكاً لحامله، وهذا التجسيد المادي ما يسمح لنا بالقول بأن المساهم يعتبر مالكا لصكوته، وفي نفس الوقت فإن المساهمين لا يملكون أموال الشركة ملكية مشتركة بنسبة ما قدم كل منهم، فتلك الأموال أصبحت ملكاً للشخص المعنوي، وانحصرت حقوق المساهم إزاء الشركة في حق احتمالي في الأرباح التي قد تتحقق، وحق أفضلية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وحق استرداد ما يعادل قيمة الحصة التي قدمها، واقتسام فائض التصفية - إذا كان هناك فائض - عند حل الشركة أو تصفيتها؛ هذه الحقوق المالية يصاحبها حقوق أخرى غير مالية، تتمثل في المشاركة في نشاط الشركة، مثل حق الاطلاع على الوثائق والسجلات، وحق التصويت، وفي مقابل تلك الحقوق يلتزم المساهم أيضاً بالتزامات مثل الوفاء بقيمة ما اكتتب فيه من أسهم¹.

ب- لا يمكن لأي أحد له دين على أحد الشركاء أن يطالب باستيفاء دينه من الحصة المساهم بها المعني في الشركة، أي أن استقلال الذمة المالية للشركة تقتضي كذلك الفصل بين ديون الشركة وديون الشركاء وبالتالي لا يمكن لأحد مدين للشركة أن يطالب باستيفاء دينه من أحد الشركاء.

¹عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض الجوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص: 28، 29.

3- تعتبر شركة المساهمة شركة أموال فهي بذلك تعتمد على قيمة ما يقدمه المساهم من أموال لا على مكانة الشخص وسمعته ووجهته، وبالتالي هي لا تتأثر بفعل تغير المساهمين من خلال بيع الأسهم من شخص لآخر فهو بذلك لا يحتاج عند بيعه لأسهمه أو تنازله عليها لا يحتاج إلى إذن بقية الشركاء، كما أن الشركة لا تحل بفعل موت أحد المساهمين أو حجره أو تعرضه لعقوبات قضائية.

الفرع الثالث- تأسيس الشركة وإدارتها: قبل أن تتمكن من بدء عملها ومباشرة نشاطها تمر شركة المساهمة بثلاثة مراحل¹:

المرحلة الأولى: اتفاق عدد من الأشخاص يطلق عليهم المؤسسين على مشروع تكوين الشركة، وتحرير عقدها الابتدائي ونظامها الأساسي، والتوقيع على ذلك من قبل هؤلاء المؤسسين.

المرحلة الثانية: دعوة الجمهور للمشاركة في هذه الشركة، عن طريق طرح أسهم للاكتتاب، وذلك بعد أخذ موافقة الجهات الرسمية على تأسيس الشركة.

المرحلة الثالثة: انعقاد الجمعية التأسيسية للشركة، التي تضم جميع المساهمين ومنهم المؤسسين، وذلك لأغراض منها: وضع النصوص النهائية لنظام الشركة، وكذلك تعيين مجلس الإدارة الأول للشركة، إذا لم يكن قد تم تعيينهم في عقد الشركة أو نظامها الأساسي، وكذلك النظر في التقرير المتعلق بتقدير قيمة الحصص العينية المقدمة من المؤسسين أو غيرهم، لإقراره أو تعديله.

إدارة شركة المساهمة:

من خلال مختلف التعريفات المذكورة آنفا يتضح أن شركة المساهمة هي عبارة عن شراكة بين عدد من المساهمين قد يصل إلى المئات بل الآلاف، فلذلك فإن الأسلوب المناسب لإدارة شركات المساهمة هو التسيير عن طريق الهيئات الجماعية، وهذا ما نجده في أغلب التسيير الإداري لشركات المساهمة في أغلب الدول من خلال تنصيب ثلاثة هيئات رئيسية هي: جمعية المساهمين، مجلس الإدارة، ومجلس المراقبة وفيما يلي سنستعرض تعريف مختلف هذه الهيئات:

1- الجمعية العامة للمساهمين:

¹ رضوان أبو زيد، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة، 1978، ص: 359

تتكون من جميع المساهمين وتعتبر السلطة العليا للشركة، وهي التي تشرف على أعمال الشركة، إلا أنّ كثرة أعضائها لا يمكنها من تسيير أعمال الشركة، لذلك فهي تنيب مجلس الإدارة لتولي شؤون الإدارة عنها، وتنعقد الجمعية العامة في ثلاث أشكال، تأسيسية، عادية، وغير عادية¹:

- **الجمعية التأسيسية:** وتتكون من مجموع الشركاء المؤسسين للشركة والذين أخذوا على عاتقهم تأسيس الشركة من أول الأمر، ويتم خلال هذه الجمعية تحرير العقد الابتدائي للشركة وقانونها الأساسي الذي يحدد سبب تأسيس الشركة وأهدافها ونشاطها وكل ما يتعلق بخططها واستراتيجياته.

- **الجمعية العامة العادية:** تتكون من مجموع الشركاء، تجتمع دوريا للنظر في مختلف شؤون الشركة، وتقوم بتعيين باقي الهيئات التي تشرف على إدارة الشركة، كما لها كل الصلاحيات في اتخاذ القرارات المصيرية للشركة كإصدار السندات من عدمه، تقسيم الأرباح بين المساهمين أو احتجازها، وفي التشريع الجزائري تجتمع الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة خلال الستة أشهر التي تسبق إقفال السنة المالية².

- **الجمعية العامة غير العادية:** تنعقد لظرف استثنائي أو عند الحاجة بطلب من بعض أعضائها لمعالجة أمور طارئة، كالنظر في تعديل نظام الشركة مثلا.

2- **مجلس الإدارة:** وهو هيئة منتخبة من طرف الجمعية العامة للمساهمين من بين نظرائهم المرشحين أو من ينوب عنهم للقيام بإدارة شؤون الشركة لمدة زمنية محددة.

وقد حدد القانون التجاري الجزائري عدد أعضاء مجلس الإدارة ما بين ثلاثة أعضاء على الأقل وإثنى عشر عضوا على الأكثر، وفي حالة اندماج شركتين فإنه يسمح بعدد أربع وعشرون عضوا كأقصى حدّ إلا أنّ إجراءات الاستخلاف تجمد إلى أن أن ينخفض عدد أعضاء المجلس الجديد إلى ما دون اثني عشر عضوا³، ويجب أن تنسجم شروط عضوية مجلس الإدارة مع نصوص القانون الأساسي للشركة والقواعد المقررة في القوانين

¹ حمدون الشيخ، شركة المساهمة حقيقتها والأحكام الشرعية المتعلقة بها، الطبعة الأولى، دار الضحى للنشر والشهار، الجلفة- الجزائر، 2016، ص 14

² المادة 676 من القانون التجاري الجزائري.

³ المادة 610 من القانون التجاري الجزائري

المنظمة للشركات المساهمة في الدولة لذلك نجد قواعد منظمة لشروط عضوية مجلس الادارة فمثلا جاء في القانون التجاري الجزائري مايلي:

- يشترط أن يكون مجلس الادارة مالكا لعدد من الأسهم يمثل على الأقل 20% من رأسمال الشركة، ويحدد القانون الأساسي العدد الأدنى من الأسهم التي يجوزها كل قائم بالإدارة، تخصص هذه الأسهم بأكملها لضمان جميع أعمال التسيير، بما فيها الأعمال الخاصة بأحد القائمين بالإدارة، وهي غير قابلة للتصرف¹.

- يتولى مجلس الادارة تسيير الشركة وله كامل صلاحيات التصرف باسم الشركة من تعيين للعمال أو فصلهم، ويقوم بإبرام مختلف الصفقات، إلا أن اتخاذ بعض القرارات المهمة في سير الشركة يبقى من صلاحيات الجمعية العامة كنقل مقر الشركة خارج المدينة التي أسست فيها².

- يحق لكل مساهم ترشيح نفسه أو شخص آخر أو أكثر لعضوية مجلس الادارة وذلك في حدود نسبة ملكيته في رأس المال.

- تنتخب الجمعية العامة العادية أعضاء مجلس الادارة للمدة المنصوص عليها في نظام الشركة الأساسي، يُشترط لا يتجاوز ثلاث سنوات، ويجوز إعادة انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ما لم ينص نظام الشركة الأساسي على غير ذلك، ويبين نظام شركة الأساس كيفية انتهاء عضوية المجلس أو إنهائها بطلب من مجلس الإدارة، ومع ذلك يجوز للجمعية العامة العادية في كل وقت عزل جميع أعضاء مجلس الادارة أو بعضهم ولو نصّ نظام الشركة الأساسي على غير ذلك، وذلك دون إخلال بحق العضو المعزول تجاه الشركة بالمطالبة بالتعويض إذا وقع العزل بسبب غير مقبول أو في وقت غير مناسب، ولعضو مجلس الادارة أن يعتزل، بشرط أن يكون ذلك في وقت مناسب وإلا كان مسؤولا من قبل الشركة عما يترتب على الإعتزال من أضرار.

3- مجلس المراقبة: هو الهيئة الثالثة في شركة المساهمة، ويتم انتخابه من طرف جمعية المساهمين، ويتولى مهام الرقابة الدائمة على الشركة، وله الحق في الاطلاع على كافة الوثائق التي تخصّ نشاط الشركة، ويقوم مجلس المراقبة بدوره بإعداد التقارير التي تقدم للجمعية العامة¹.

¹ المادة 619 من القانون التجاري الجزائري

² المادة 625 من القانون التجاري الجزائري

أما عدد الأشخاص المكونين لمجلس المراقبة فيختلف من نظام إلى آخر فنجد أن القانون التجاري الجزائري خاصة المادة 657 منه حددت عدد الأشخاص المكونين لمجلس المراقبة بين اثني عشر (12) عضواً على الأكثر وسبعة (7) أعضاء على الأقل.

الفرع الرابع- الحكم الفقهي لشركة المساهمة:

قد تم عرض مسألة الأحكام الفقهية المتعلقة بشركات المساهمة وكل ما يتعلق بها، ابتداءً بطبيعتها وكيفية إنشائها بالإضافة إلى طريقة الاكتتاب فيها وضوابط ذلك، كل هذا تم مناقشته خلال انعقاد المؤتمر السابع لمجلس المجمع الفقه الإسلامي المنعقد بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية بالفقرة الخاصة بالأسواق المالية حيث جاء في الشق المتعلق بشركات المساهمة ما نصه:

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9-14 ماي 1992م، بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع: (الأسواق المالية) الأسهم، الاختيارات، السلع، بطاقة الائتمان، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله قرر ما يلي²:

1- الأسهم

الإسهام في الشركات:

- أ- بما أن الأصل في المعاملات الحِلُّ فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز.
- ب- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.
- ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

¹ حمدون الشيخ، شركة المساهمة حقيقتها و الأحكام الشرعية المتعلقة بها، مرجع سبق ذكره، ص 17

² قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-238 الإصدار الرابع 2020 ، القرار (8/1)63 ص 198، 197

ووفقا لقرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63 (8/1) فإن تأسيس شركة جائز، لأنّ الأصل في المعاملات الحلال، لكن بضوابط وشروط وجب الإلتزام بهما، منها أن تكون الشركة ذات أغراض وأنشطة مشروعة، وأن لا تتعامل بالمحرمات كالربا ونحوه .

كما جاء في نفس قرار مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي أنه لا مانع من تقسيط دفعات السهم من خلال دفع قسط منه وتأجيل باقي الأقساط، وفي هذا الإطار يشار إلى حكم ذلك فيما جاء في قرار مجلس مجمع الفقهي رقم 63 (8/1) ما لفظه مايلي: " لا مانع شرعاً من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقية الأقساط، لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه، والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذور لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنّه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة¹."

2- السهم لحامله: بما أن المبيع في (السهم لحامله) هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة، وتداولها.

3- محل العقد في بيع السهم: إن محل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

4- الأسهم الممتازة: لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية.

5- التعامل في الأسهم بطرق ربوية:

أ- لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم، لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن، وهما من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه.

¹قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1- 238 الإصدار الرابع 2020 ، القرار (8/1)63 ص 198

ب- لا يجوز أيضًا بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعدًا من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم، لأنه من بيع ما لا يملك البائع، ويقوى المنع إذا اشترط إقباض الثمن للسمسار لينتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل الإقراض.

6- بيع السهم أو رهنه: يجوز بيع السهم أو رهنه مع مراعاة ما يقضي به نظام الشركة، كما لو تضمن النظام تسويغ البيع مطلقًا أو مشروطًا بمراعاة أولوية المساهمين القدامى في الشراء، وكذلك يعتبر النص في النظام على إمكان الرهن من الشركاء برهن الحصة المشاعة.

7- إصدار أسهم مع رسوم إصدار: إن إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعًا ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسبًا.

8- إصدار أسهم بعلاوة إصدار أو حسم (خصم) إصدار: يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة الحاضرة للأسهم القديمة حسب تقويم الخبراء لأصول الشركة، أو بالقيمة السوقية.

9- تحديد مسؤولية الشركة المساهمة المحدودة:

لا مانع شرعًا من إنشاء شركة مساهمة ذات مسؤولية محدودة برأس مالها، لأن ذلك معلوم للمتعاملين مع الشركة وبحصول العلم ينتفي الغرر عن التعامل مع الشركة.

كما لا مانع شرعًا من أن تكون مسؤولية بعض المساهمين غير محدودة بالنسبة للدائنين بدون مقابل لقاء هذا الالتزام. وهي الشركات التي فيها شركاء متضامنون وشركاء محدودو المسؤولية.

10- حصر تداول الأسهم بسماسرة مرخصين، واشتراط رسوم للتعامل في أسواقها:

يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظم تداول بعض الأسهم بأن لا يتم إلا بواسطة سماسرة مخصوصين ومرخصين بذلك العمل لأن هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة.

وكذلك يجوز اشتراط رسوم لعضوية التعامل في الأسواق المالية لأن هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة.

المطلب الثاني: الأسهم والأحكام الفقهية المتعلقة بإصدارها وتداولها

الفرع الأول- مفهوم الأسهم

أ- الأسهم لغة: جاء في تعريف الأسهم أنها: جمع سهم، وله عدة معان منها النصيب وجمعه السهمان بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمي به عن القوس، وجمعه السهام، ومنها بمعنى القدح الذي يقارع به، أو يلعب به الميسر، ويقال أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي باراه ولاعبه فغلبه، وسأهمه أي قاسمه وأخذ سهما، أي نصيبا جاء في معجم الوسيط، و منه شركة المساهمة¹.

ومنهم من يطلقه على معنيان²: السَّهْمُ في الأصل، واحد السِّهَامِ التي يُضْرَبُ بها في المَيْسِرِ وهي القِدَاحُ ثم سُمِّيَ به ما يفوز به الفالِجُ سَهْمُهُ ، ثم كثر حتى سمي كل نصيب سَهْمًا ، وتجمع على أَسْهُمٍ وسِهَامٍ وسُهْمَانٍ، فهي في الأصل مقارعة ثم أصبح لها معنى النصيب.

1- السهم: هو النصيب، وفي الحديث : كان للنبي ، سَهْمٌ من الغنِيمَةِ شَهِدَ أو غاب

وفي الترمذي : أَنَّ النَّبِيَّ : "أَسْهَمَ لِقَوْمٍ مِنَ الْيَهُودِ قَاتَلُوا مَعَهُ "

2- وَأَسْتَهَمَ الرَّجُلَانِ : تقارعا، وَأَسْهَمَ بَيْنَهُمْ أَي أَقْرَعَهُ ، وفي الحديث، بَلَعْنَا أَنَّ النَّبِيَّ سَاهَمَ بَيْنَ نِسَائِهِ فِي عَزْوَةِ

بَنِي الْمُصْطَلِقِ أَيَّتُهُنَّ تَخْرُجُ مَعَهُ، فَحَرَجَ سَهْمُ عَائِشَةَ وَأُمَّ سَلَمَةَ.

وفي القرآن الكريم جاء في قول الحق تعالى: ﴿فَسَاهِمَ فَكَانَ مِنَ الْمَدْحُضِينَ﴾ (الآية 141 من سورة الصفات)

ب- تعريف الأسهم في الإصطلاح الاقتصادي: هي صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحويل له بهذه الصفة ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها³.

أما تعريف السهم في القانون التجاري الجزائري فيعرف بـ: " سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها"⁴.

¹ محي الدين قرة الداغي ، الاسواق المالية في ميزان الفقه الاسلامي، بحث مقدم خلال اجتماع المجمع الفقهي الاسلامي، على الرابط:

<https://shamela.ws/book/8356/9706> أطلع عليه يوم 2022/02/24

² - أطلع عليه يوم 2022/02/25 <https://vb.tafsir.net>

³ أسامة نائل المحيسن ، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، الطبعة الأولى، عمان، دار الثقافة للنشر و التوزيع، 2008، ص: 143

⁴ المادة 715 من القانون التجاري الجزائري

ويعرف كذلك: هو صك تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة، والسهم في شركات الأموال يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص، وبذلك يكون للسهم معنيين متداخلان:

الأول: حصة الشريك في رأس مال الشركة أو نصيبه في الشركة.

الثاني: الصك القابل للتداول الذي يمثل سنداً قانونياً للملكية حصة معينة من رأس مال الشركة، أي الوثيقة الرسمية التي تثبت ملكية الشريك لنصيب في الشركة¹.

ويعرف كذلك بأنه: "صك يمثل نصيب المساهمة المالية في شركات الأموال، ممثلة بخصص معينة بالأسهم، وقابلة للتسعير في بورصة الأوراق المالية، ويتم تداولها بالطرق التجارية"².

ويعرف أحمد بن محمد الخليل، السهم بأنه: "صك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة، قابل للتداول، يعطي مالكة حقوقاً خاصة"³.

ومنهم من يطلق مصطلح السهم مرة على الصك، ومرة على النصيب ومرادهم في ذلك واحد لأن:

- اعتبار أن السهم هو صك يمثل جزء من رأس مال الشركة.

- اعتبار السهم نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، فالسهم هو حاصل قسمة مجموع رأس مال الشركة على عدد الشركاء يدون على صك له قيمة اسمية، وبالتالي تمثل مجموع الأسهم رأس مال الشركة.

فالسهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضاً سهماً.

ج - مختلف القيم المرتبطة بمصطلح السهم

¹ حمدون الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 26

² أحمد فهد البطوش، تداول أسهم الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية (البورصة) دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، عمان دار العلمية الدولية للنشر والتوزيع، 2020، ص 30

³ أحمد خليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي، الطبعة الثانية، القصيم، السعودية، دار ابن الجوزي، 2004، ص: 48

للسهم عدة قيم تختلف عن بعضها البعض وقد نجد أن بعضها يتساوى مع البعض، حيث أن للسهم قيمة إسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، بالإضافة إلى قيمة تصفية و سنوضح الفرق بين هذه القيم بإيجاز فيما يلي¹:

القيمة الإسمية: هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدوّن في شهادة السهم الصادرة للمالكه، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.

قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها، ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل منها.

القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع، والاحتياطات، والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة، على أن القيمة الدفترية لا تمثل القيمة الفعلية لموجودات الشركة.

القيمة الحقيقية: وهي نصيب السهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.

القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الإقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الإسمية أو القيمة الدفترية، وقد تكون أقل منهما أو أكثر منهما.

قيمة التصفية: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتتميز الأسهم بكونها متساوية القيمة وأن السهم الواحد غير قابل للتجزئة مهما كان نوعه عاديا أو ممتاز، ومن حيث المبدأ فالأسهم تكون متساوية الحقوق والالتزامات وأنها قابلة للتداول، غير أن ذلك لا يمنع من

¹ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، ط 1، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 1999، ص 211-212

وجود بعض الاستثناءات في القوانين التجارية لبعض الدول فمثلا تجد النظام السعودي يستثني الأسهم المملوكة للمؤسسين من التداول قبل نشر الميزانية إلا بعد مرور سنتين ماليتين كاملتين.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم

لأسهم شركات المساهمة خصائص تميّزها عن غيرها، وقد أوضحت القوانين التجارية الخاصة بأسهم شركات المساهمة هذه الخصائص كما يلي¹:

1- الأسهم عبارة عن أنصبة متساوية القيمة:

يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة وهذه القيمة المتساوية هي القيمة الإسمية التي يصدر بها السهم، وعلى هذا نص القانون رقم 159 لسنة 1981 الخاص بإصدار قانون شركات المساهمة في مصر والذي يقضي في المادة 31 منه على الآتي " يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه"، وكذلك نصت عليه المادة 99 من قانون الشركات التجارية الكويتي: " بأن يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية لا تقل القيمة الإسمية لكل منها عن دينار واحد ولا تزيد عن خمسة وسبعون دينار"، كذلك المساواة في الالتزامات التي يرتبها السهم².

فأسهم شركات المساهمة يجب أن تكون متساوية القيمة، وتشكل في مجموعها رأس مال الشركة، لذا دأبت بعض القوانين التجارية على وضع حدا أعلى وحدا أدنى لقيمة السهم الاسمية التي يصدر بها، والهدف من ذلك تسهيل عمل الشركة، ومن ذلك تخفيف اجراءات توزيع الأرباح، وتسهيل تقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة، وتنظيم سعر تداول السهم في البورصة.

وعلى ذلك لا يصح إصدار أسهم بدون قيمة محددة، إلا عند من لا يرى التحديد كما في النظام الأمريكي والكندي والبلجيكي، ويعني تساوي القيمة في الأسهم أن تتساوي بالضرورة الحقوق التي تمنحها الأسهم

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، بيروت، 2006، ص 23

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، دار النهار،

القاهرة، 1996، ص 327-328

للمساهمين ما دامت نوع واحد، إلا أنّ هذا التساوي في الحقوق التي يمنحها السهم قد يختلف بحسب أنواع الأسهم، فقد تصدر الشركة نوعاً من الأسهم تعطي حقوقاً أو مزايا أكبر من تلك التي تعطيها الأسهم العادية.

2- عدم قابلية السهم للتجزئة:

تعني عدم قابلية السهم للتجزئة، أنّه لا يجوز أن يتعدد مالكوه أمام الشركة إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، فإنّ هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء، إلا أنّها لا تسري في مواجهة الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير ليمثلهم أمام الشركة، ولعل عدم تجزئة السهم تُسهّل مباشرة الحقوق التي يخولها في الشركة لاسيما حق التصويت في الجمعيات العمومية إذ لا يتصور أن يكون هذا الحق قابلاً للتجزئة¹.

فالمقصود بعدم قابلية السهم للتجزئة أن السهم يحتفظ بوحده وإن اشترك أكثر من شريك في شرائه، أو امتلكه مجموعة من الأشخاص عن طريق الميراث، أو الوصية، أو الهبة، فإن الحقوق التي يخولها السهم بوصفه وحدة واحدة لا تتجزأ بل تبقى مملوكة لشركاء السهم، ويجب على هؤلاء الشركاء تعيين من بينهم من يمثلهم أمام مجلس الإدارة، كما أنّهم مسؤولين فيما بينهم بالتضامن تجاه الإلتزامات التي تترتب عن السهم، أي أن الشركة تنظر إلى السهم كورقة واحدة لا تتجزأ بغض النظر عن من يملك السهم فرداً أو جماعة.

3- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية :

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، ومعنى قابليته للتداول هو إمكان انتقال ملكيته من شخص لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملك كالبيع أو الهبة أو الوصية أو الإرث، فبإمكان أي مساهم أن يبيع أسهمه أو بعضها عند رغبته في ذلك، وإنهاء علاقته مع الشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين مكانه، ويحصل ذلك دون إذن خاص من الشركة أو الشركاء، ما لم يكن في نظامها نص يوجب الإبلاغ حين البيع فتنتقل ملكيته بالإيجاب والقبول بشرط التسليم إن كان لحامله، وبالقيود في دفاتر الشركة إن كان إسمياً، أو

¹ أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون، دار الفكر العربي، القاهرة، 1982، ص 102

بطريق التظهير - أي بطريقة الكتابة على ظهر السهم بما يفيد إنتقال الملكية إلى المظهر إليه ودون حاجة إلى الرجوع إلى الشركة - إذا ما كانت الأسهم إذنية أو لأمر¹.

الفرع الثالث - أنواع الأسهم: تتعدد الأسهم وتباين بحسب أسس تقسيمها ومعايير ذلك، بحيث اختلف الاقتصاديون في تصنيفها باختلاف الزاوية التي ينظر منها كل واحد منهم، فمنهم من يقسمها حسب الشكل، ومنهم من يقسمها بالنظر إلى قيمة الحصة التي يقدمها المساهم، ومنهم من يقسمها بحسب المزايا المترتبة والحقوق المكتسبة الناتجة عن امتلاك الاسهم، وهناك من ينظر إلى الأسهم من خلال علاقتها برأس المال واسترداد قيمتها أثناء حياة الشركة.

1- أنواع الأسهم بالنظر لطبيعة الحصة التي يقدمها المساهم:

أ- أسهم نقدية: وهي أسهم لها حظ من تسميتها، وذلك لأن المساهم يسدد قيمتها نقداً، وقد يدفع المساهم قيمتها كاملة، أو يدفع جزء منها والمتبقي ديناً على المساهم.

فالأسهم النقدية هي الاسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً، فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس مال شركة المساهمة، ويجب الوفاء بربع قيمتها الاسمية على الأقل عند تأسيس الشركة، على أن تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تأسيس الشركة².

وتحدد اللائحة التنفيذية القواعد الخاصة يتداول الأسهم النقدية قبل أداء قيمتها بالكامل، وإلتزامات كل من البائع والمشتري، وحقوق هذه الأسهم في الأرباح والتصويت، وقد تختلف بعض هذه الأحكام النظامية للأسهم من دولة لأخرى ومن شركة لأخرى.

ب- أسهم عينية: وهي الأسهم التي تدفع عينا في شكل مباني، عقارات، آلات، أو بضاعة وهذا بعكس الأسهم النقدية بحيث يجب أن تكون مدفوعة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التضيد، وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين³.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 328

² أحمد محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامهما في الفقه الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 50

³ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 50

ونظرا لبعض التحايل الذي قد يصاحب الاكتتاب في هذا النوع من الاسهم، كتنقيح هذا الحصص بأكثر من قيمتها الحقيقية مما يلحق الضرر بالشركة وأصحاب الحصص النقدية، نجد بعض التشريعات كالتشريع المصري والفرنسي يحظر تداول هذا النوع من الأسهم قبل انقضاء عامين من تاريخ انشاء الشركة، بينما يجيز القانون الانجليزي إصدار أسهم لقاء حصص عينية على أن ينص على ذلك في النظام الأساسي للشركة، ويكون تقديم الحصص حينئذ مشروعا¹.

ج- **حصص التأسيس**: تعرف حصص التأسيس بأنها "حق في جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، وليس لها قيمة اسمية، وتعطى مقابل إختراع أو إمتياز من الحكومة وتداول هذه الحصص في بورصة الأوراق المالية على أساس صافي نصيبها من أرباح الشركات"².

وتعرف كذلك بأنها "صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزء من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت لشركة، وتمنح لصاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة"³.

إذن حصص التأسيس هي عبارة عن صكوك تمنح لمن يقدم خدمات معينة تحتاجها الشركة بشكل ضروري لتحسين أدائها أو توسيع نشاطها، تتمثل هذه الخدمات مثلا في تقديم براءة اختراع أو امتياز خاص كالإسم التجاري، شهرة محل... إلخ، بحيث تخول هذه الصكوك لأصحابها الحق في نسبة معينة من أرباح الشركة ولا تعتبر هذه الحصص جزء من رأس مال الشركة.

2- أنواع الأسهم بالنظر لشكل ملكيتها وتداولها: ونميزها فيها الأنواع التالية

أ- **أسهم اسمية**: وهي الأسهم التي يدون على وجه الصك الذي يمثلها اسم صاحب السهم وعند تداوله يتعين اشعار الشركة بالمالك الجديد للسهم، ويدون ذلك في سجلات الشركة، فالسهم الاسمي يحمل اسم صاحبه ويعزز ذلك وتثبت ملكيته بتقييد اسم المساهم في سجل الشركة.

ب- **أسهم لحاملها**: وهي بعكس الاسهم الاسمية لا تحمل اسم مالكةا، وإنما نجد مكتوب على وجه الصك عبارة "سهم لحامله"، وتنتقل ملكية السهم في هذا النوع من الأسهم بالتسليم والمناولة بين البائع والمشتري،

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 331

² علي شليبي، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1992، ص 37

³ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 50

ويعتبر حامل السهم هو المالك الفعلي للسهم بالنسبة للشركة، وهذا النوع من الأسهم يكاد يختفي من التداول وقليلًا ما يتعامل به الناس اليوم، لذا نجد بعض القوانين التجارية تقضي بأن يكون جميع الأسهم إسمية باعتبار أنه يمكن مطالبة حملة الأسهم الاسمية بالإيفاء بباقي قيمة السهم بخلاف الاسهم لحاملها التي كثيرا ما نجد أنه يشترط دفع كامل قيمتها للإكتتاب فيها.

ج - أسهم إذنية أو أسهم لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكةا، مع التنصيص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريق التظهير، وذلك بأن يكتب البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها للمشتري¹.

3- أنواع الأسهم من حيث الحقوق المترتبة والمزايا المكتسبة: وتتميز في هذا النوع أسهم عادية وأسهم

ممتازة

أ- الأسهم العادية: هي تلك الأسهم التي لا تمنح لحاملها أي إمتياز خاص، خاصة عند تصفية الشركة ودفع حقوق جميع الدائنين وحصول حملة الأسهم الممتازة على حقوقهم، وبعده فقط يستطيع حملة الأسهم العادية اقتسام ما تبقى من موجودات الشركة، وبالتالي مالكي الأسهم العادية ليس لهم أي معاملة تفضيلية أو خاصة سواء فيما يتعلق بتوزيع أرباح الشركة أو بقسمة صافي موجوداتها عند التصفية.

كما تعرف الاسهم العادية بأثما: هي الأسهم التي تتساوى في قيمتها وتحوّل حاملها حقوقا متساوية².

يستفيد حملة الأسهم العادية من مجموعة من الحقوق يمكن اختصارها في:

- حق حضور الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها.

- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها.

- حق اقتسام أصول الشركة عند تصفيتها بعد دفع كل الحقوق الواجبة.

¹مبارك آل سليمان ، مرجع سبق ذكره، ص 118

²عبد العزيز الخياط، الأسهم و السندات من منظور إسلامي ، دار السلام للطباعة، القاهرة 1989 ، ص 20

- حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر.
- حق الإطلاع على دفاتر الشركة.
- حق الأولوية في الاكتتاب في حالة ما إذا كانت إصدارات جديدة.
- حق الترشح والانتخاب لمجلس ادارة الشركة.
- ب- الأسهم الممتازة: وهي أسهم تمنح حاملها أولوية أو أفضلية يتميزون بها دون غيرهم من حملة الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة تتساوى مع الأسهم العادية من حيث القيمة، إلا أنّها تخول لحاملها حقوق تختلف عن الحقوق المخولة لحملة الأسهم العادية.
- فبالأسهم الممتازة مفضلة على الأسهم العادية ببعض الإمتيازات، حيث تتوفر امتيازات الأسهم الممتازة بحسب نوع السهم الممتاز المصدر، ولا يعني ذلك أن كل هذه الامتيازات يحملها السهم الواحد، وإتّما كل سهم له ميزته التي تميزه عن الآخر، ولا تزال ابتكارات الهندسة المالية تقدم للأسواق المالية كل جديد في مجال الأسهم الممتازة، ويمكن إجمال أهم أنواع الامتيازات على النحو التالي¹:
- 1- امتيازات الربحية والعوائد وهي متنوعة كالتالي:
 - حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها، قبل حملة الأسهم العادية.
 - حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (5%) في حال تحققها.
 - حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت.
 - حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة.
 - حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة، في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم.
- 2- امتياز حق الصوت المتعدد في الجمعية العمومية، أو حق الاعتراض على قراراتها (veto).
- 3- امتياز حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند تصفيتها.
- 4- امتياز حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة.

¹مُجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 52-53

5- امتياز حق الصوت داخل مجلس الإدارة.

6- امتياز حق التحويل إلى أسهم عادية.

أما الأسباب التي تؤدي بشركات المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة فيمكن إيعازها إلى سببين رئيسيين:

الأول: حاجة الشركة إلى أموال جديدة فترى أنّ إمكانية الاكتتاب في الأسهم العادية قليلة، أو قد يعزف الجمهور عن شراء أسهمها العادية لسبب من الأسباب مثل قلة أرباحها الموزعة، أو بسبب السمعة التجارية للشركة، فتلجأ إلى إصدار الأسهم الممتازة لجذب الجمهور للاكتتاب فيها نظراً لاكتسابها بعض الإمتيازات التي قد تغري الجمهور لشراء هذا النوع من الأسهم.

الثاني: تلجأ بعض شركات المساهمة إلى تحويل بعض الأسهم العادية إلى أسهم ممتازة بقرار من مجلس الإدارة، كمكافأة للمساهمين الذين يبذلون جهود إضافية في سبيل تطوير الشركة وتوسيع نشاطها، واعترافاً منها لهم بسبب ولاءهم للشركة.

طبيعة الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة تأخذ بعض مميزات من الأسهم العادية والبعض الآخر من القرض، فهي تشبه الدين من حيث أنّها تمثل التزام الشركة المصدرة للسهم الممتاز بدفع قيمة الفائدة المحددة سلفاً بنسبة من قيمتها الاسمية، لكن تختلف عن القرض من حيث أنه الفوائد المترتبة عن القرض واجبة الدفع مهما كانت نتيجة نشاط الشركة ربحاً أو خسارة، وتوقف الشركة عن سداد فوائد القرض يشير إلى إفلاسها أو إعسارها فنياً ومالياً، بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط، فإذا حققت الشركة فوائد مالية تقوم بدفع الفوائد المستحقة لحملة الأسهم الممتازة، وإذا أخفقت في تحقيق نتيجة إيجابية لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد.

كما تختلف الأسهم الممتازة عن القرض من حيث أن هناك تاريخ محدد لسداد قيمة القرض، بينما القيمة الاسمية للأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق.

الحقوق التي تخولها الأسهم الممتازة: تخول هذه الأسهم لحامليها نوعين من الحقوق بعضها مالية والأخرى غير مالية¹.

¹سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مردع سبق ذكره، ص 335

أولاً- الحقوق المالية:

1- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في الأرباح التي تحققها الشركة، فتوزع عليهم حصة من الأرباح بنسبة محددة من القيمة الإسمية للأسهم التي يمتلكونها قبل التوزيع على أصحاب الأسهم العادية، وقد تستهلك هذه الحصة الفائض القابل للتوزيع بحيث لا تبقى لأصحاب الأسهم العادية شيئاً يمكن توزيعه.

2- لما كانت الأسهم الممتازة إما متجمعة الأرباح أو غير متجمعة الأرباح، فإذا كانت الأسهم متجمعة الأرباح فإن حق المساهم في أرباح الشركة لا يسقط بإخفاق الشركة في تحقيق فائض في إحدى السنوات أو لبضع سنوات، وتلتزم الشركة بأداء حصة هذه الأسهم في الأرباح في السنوات التالية عن سنوات العجز أو الخسارة متى حققت فائضاً يسمح لها بأدائها والأغلب والأعم في مختلف التشريعات أن تكون متجمعة الأرباح.

3- ولما كانت الأسهم الممتازة إما مشاركة في الأرباح أو غير مشاركة، فإن كونها من النوع الأول يخول لحاملها الحق في مشاركة أصحاب الأسهم العادية في الأرباح المتبقية بعد حصولهم على الحصة المقررة للأسهم الممتازة.

4- يكون لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في استيفاء القيمة الاسمية لأسهمهم من موجودات الشركة إذا ما تقرر تصفيتها بمعنى أن أصحاب الأسهم العادية لا يستردون حقوقهم في موجودات الشركة إلا بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة على حقوقهم فيها.

ثانياً- الحقوق غير المالية:

من الحقوق غير المالية التي تتمتع بها الأسهم الممتازة تعدد الأصوات في الجمعية العامة للمساهمين فتكون الأسهم ذات أصوات متعددة إذا خولت صاحبها الحق في أكثر من صوت في الجمعيات العامة.

4-أنواع الأسهم من حيث الإستهلاك من عدمه:

استهلاك الاسهم: هو رد قيمتها للمساهم خلال حياة الشركة وقبل انقضائها، والأصل أن الأسهم لا تستهلك مادامت الشركة قائمة، لأن من حق الشريك البقاء في الشركة، ومع ذلك فإن استهلاك الأسهم يبدو ضروريا في بعض الحالات، كما إذا كانت ممتلكات الشركة حاصلة على امتياز من الحكومة أو غيرها من

الهيئات العامة يمنح لمدة معينة، تصبح بعدها موجودات الشركة ملكا للهيئة المانحة للإمتياز بلا مقابل كشرركات الكهرباء والمياه¹.

بالإضافة إلى إنتهاء المدة المحددة لعقد الامتياز والذي ينتج عنه انتقال موجودات الشركة إلى الجهة المانحة للإمتياز، هناك حالات يكون فيها استهلاك الأسهم أمرا ضروريا كما لو كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن، كشرركات المناجم والمحاجر.

فلاستحالة حصول المساهمين على قيمة أسهمهم عند حل الشركات تقوم هذه الأخيرة باستهلاك الأسهم أثناء فترة حياتها مع منح المساهم الذي استهلك سهمه سهم تمتع (سيأتي بيان مفهومه فيما بعد)، وتقوم الشركة في هذه الحالة بإعداد رزنامة خاصة لاستهلاك الاسهم بطريقة منظمة ومدروسة بحيث يتم استهلاك جميع الأسهم مع نهاية حياة الشركة.

وبعد بيان معنى استهلاك الأسهم وما يتعلق به يمكن معرفة على أي أساس تم تقسيم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها، والتي نميز فيها قسمين: أسهم رأس المال وأسهم التمتع.

1- أسهم رأس المال: وهي التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة أو انقضائها بأي سبب من لأسباب الانقضاء².

2- أسهم التمتع: وهي التي يحصل عليها المساهم بعد أن يستهلك سهمه أو بعبارة أخرى هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ولما كان استهلاك الأسهم من الأرباح، ولا يجوز أن ينقص رأس المال من الاستهلاك، فلا وجه لمنع صاحب الأسهم المستهلكة من حقه في الشركة، فيعطي سهم التمتع لحامله حق التصويت في الجمعيات العامة، وحق في الأرباح السنوية وحق في موجودات الشركة عند تصفيتها بعد استثناء أصحاب الأسهم التي لم تستهلك حقوقهم من الشركة³.

الفرع الرابع- الأحكام الفقهية المتعلقة بإصدار الأسهم وتداولها

¹ أحمد نجّد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامهما في الفقه الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 58

² صالح بن زاین المرزوقي البقمي، مرجع سبق ذكره، ص 361

³ أحمد خليل، مرجع سبق ذكره ، ص 60

يعد موضوع الأحكام الفقهية المتعلقة بإصدار الأسهم وتداولها من الأكثر المواضيع دراسة من قبل اللجان الفقهية ولجان الفتوى لمختلف الدول الإسلامية، وكذلك المجامع الفقهية الإسلامية بالإضافة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وقد اتفقت أغلب اللجان والهيئات الشرعية في إصدار قرارات متشابهة فيما يخص أحكام المعاملات المتعلقة بالأسهم، وسنكتفي خلال هذا البحث بذكر مختلف الأحكام المتعلقة بإصدار الاسهم وتداولها المعتمدة من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة ما جاء في المعيار رقم 21 المتعلق بالأوراق المالية(الأسهم والسندات) حيث جاء في البند الثاني مايلى¹:

- أحكام إصدار الأسهم:

- 1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، بآلاً يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة، مثل تصنيع الخمر، أو الاتجار في الخنازير، أو التعامل بالربا، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة.
- 2- يجوز إضافة نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.
- 3- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار
- 4- يجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو بشراء جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب بالقيمة السوقية في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم، سواء قام بهذه الأعمال المتعهد بالاكتتاب أو غيره إذا لم يكن هذا مقابلاً عن الضمان.

¹ المعيار رقم 21 ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية (النص الكامل للمعايير الشرعية)، المنامة- البحرين 2017، ص

- 5- يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل بقية الأقساط، شريطة أن يكون التقسيط شاملا لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها.
- 6- لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى إعطائها الأولوية عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية، بالإضافة إلى حقوق الأسهم العادية مثل حق التصويت.
- 7- لا يجوز إصدار أسهم التمتع وهي التي تعطي للشريك عوضا عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها تدريجيا من خلال الأرباح في أثناء قيام الشركة، وتمنحه بدلا عن ذلك سهم تمتع يحوله الحقوق التي لأسهم رأس المال إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها، حيث يعطي مالك أسهم التمتع نصيبا من الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفي أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم.
- 8- تعد شهادة الأسهم - وما يقوم مقامها- وثيقة تثبت شرعا ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك، أو لأمره، أو لحاملها.
- أما فيما يخص أحكام تداول الأسهم فقد جاءت مختلف الأحكام المتعلقة بذلك في نفس المعيار (المعيار رقم 21)، حيث جاء في البند الثالث منه مايلي:

- أحكام تداول الأسهم¹:

- 1- يمثل السهم حصة شائعة في رأس مال شركة المساهمة، كما يمثل حصة شائعة في موجوداتها وما يترتب عليها من حقوق عند تحول رأس المال إلى أعيان، ومنافع، وديون ونحوها، ومحل العقد عند تداول الأسهم هو هذه الحصة الشائعة.

¹ المعيار رقم 21 ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 567

2- يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها حالاً أو آجلاً فيما يجوز فيه التأجيل إذا كان غرض ونشاط الشركة مباحاً، سواء أكان استثماراً (أي اقتناء السهم بقصد ربحه)، أم متاجرة (أي بقصد الاستفادة من فروق الاسعار).

3- الإسهام أو التعامل لأجل التغيير: يجوز الإسهام أو التعامل لأجل التغيير لمن كان له القدرة على التغيير باتخاذ قرار التحول وفقاً للشريعة في أول اجتماع للجمعية العمومية أو بالسعي للتغيير مع مراعاة البند (6/4)

4- المساهمة أو التعامل (الاستثمار والمتاجرة) في أسهم شركات أصل نشاطها حلال، ولكنها تودع أو تقترض بفائدة: الأصل حرمة المساهمة والتعامل (الاستثمار والمتاجرة) في أسهم شركات تتعامل أحياناً بالربا أو نحوه من المحرمات مع كون أصل نشاطها مباحاً، ويستثنى من هذا الحكم المساهمة والتعامل (الاستثمار والمتاجرة) بالشروط التالية¹:

4-1- ألا تنص الشركة في نظامها الأساسي أن من أهدافها التعامل بالربا، أو التعامل بالمحرمات كالخنزير ونحوه.

4-2- ألا يبلغ إجمالي المبلغ المقترض بالربا، سواء أكان قرضاً طويلاً الأجل أم قرضاً قصيراً الأجل 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة علماً بأن الاقتراض بالربا حرام مهما كان مبلغه.

4-3- ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا، سواء أكانت مدة الإيداع قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة علماً بأن الاقتراض بالربا حرام مهما كان مبلغه.

4-4- ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة، سواء أكان هذا الإيراد ناتجاً عن ممارسة نشاط محرم أم تملك لمحرم، وإذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجتهد في معرفتها ويراعي جانب الاحتياط.

4-5- يرجع في تحديد هذه النسب إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقق.

4-6- يجب التخلص مما يخص السهم من الإيراد المحرم الذي خالط عوائد تلك الشركات وفقاً لما يأتي:

¹ المعيار رقم 21، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 568، 569

- يجب التخلص من الإيراد المحرم، سواء أكان ناتجا من النشاط أو التملك المحرم، أم من الفوائد، على من كان مالك للأسهم سواء أكان مستثمرا أم متاجرا حين نهاية الفترة المالية، ولو وجب الأداء عند صدور القوائم المالية النهائية، وسواء أكانت ربعية أم سنوية أم غيرها، وعليه فلا يلزم من باع الأسهم قبل نهاية الفترة التخلص.

- محل التخلص هو ما يخص السهم من الإيراد المحرم، سواء أُوذعت أرباح أم لم توزع، وسواء أربحت الشركة أم خسرت.

- يتم التوصل إلى ما يجب على المتعامل التخلص منه بقسمة مجموع الإيراد المحرم للشركة المتعامل في أسهمها على عدد أسهم تلك الشركة، فيخرج ما يخص كل سهم ثم يضرب الناتج في عدد الأسهم المملوكة لذلك المتعامل فردا كان أو مؤسسة أو صندوقا أو غير ذلك، وما نتج فهو مقدار ما يجب التخلص منه.

4-7- تطبق المؤسسة الضوابط المذكورة سواء أقامت بنفسها بذلك ام بواسطة غيرها، وسواء أكان التعامل لنفسها أم لغيرها على سبيل التوسط أو الإدارة للأموال كالصناديق أو على سبيل الوكالة عن الغير.

5- لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي من السمسار أو غيره (بيع بالهامش)، كما لا يجوز رهن السهم لذلك القرض.

6- لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع (البيع القصير)، ولا أثر لتلقي وعد من السمسار بإقراضه إيها في موعد التسليم.

7- يجوز لمشتري السهم ان يتصرف فيه بالبيع ونحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي له.

8- يجوز للجهات الرسمية المختصة تنظيم تداول الأسهم بأن لا يتم إلا بواسطة سمسرة مخصوصين ومرخص لهم بذلك العمل لتحقيق مصالح مشروعة.

9- لا يجوز إقراض أسهم الشركات.

10- يجوز رهن الأسهم المباحة شرعا، ولا فرق في ذلك بين أن تكون موجودات الشركة نقودا أو أعيانا أو ديونا، أو مشتملة على النقود والاعيان والديون، سواء أكان فيها صنف غالب أم لم يكن مع مراعاة شروط بيع الأسهم عند التسجيل.

11- لا يجوز السلم في الاسهم.

المبحث الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية

المطلب الأول- مفهوم السندات، شروط وطرق إصدارها

الفرع الأول- تعريف السندات

أولا- السندات لغة: السندات هي جمع سند، والسند هو الجبل، وما استندت إليه من حائط وغيره. والسند: المرتفع من الأرض من قبل الجبل، أو الوادي، وكل شيء أسندت إليه شيئا فهو مسند، وفلان سند أي معتمد، وأسند في العدو اشتدَّ وجمَّد، وأسند الحديث رَفَعَهُ¹.

ثانيا- السندات اصطلاحا:

عرفت السندات بعدة تعريفات، بحيث طغى تخصص العلماء الذين تعرضوا إلى تعريف السندات في تخريج التعريف النهائي للسند، فنجد مثلا أن علماء القانون قد عرفوا السندات بأنها: " صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل قرضا جماعيا طويل الأجل يعقد عن طريق الإكتتاب العام"².

أما علماء الاقتصاد فقد عرفوا السندات بعدة تعاريف نذكر منها مايلي:

التعريف الاول: السند وثيقة تتضمن وعدا من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة³.

¹لسان العرب لابن منظور الجزء 3 ص 220-221

²شحاتة عبد المطلب، مدى مشروعية التعامل بالأسهم و السندات من منظور الفقه الاسلامي، مجلة كلية الدراسات الاسلامية و العربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني ، المجلد الخامس 2018، ص 364

³حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2002، ص 15

التعريف الثاني: السندات " هي صكوك تمثل قروضا تعقدها الشركة متساوية القيمة وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة " ¹.

التعريف الثالث: كما عرفت السندات بأنها " تمثل دين للمالكين وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند " ².

التعريف الرابع: السندات هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا على ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حامليها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أو خسارة واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريقة القيد في الدفاتر التجارية إن كان اسما، وبالتسليم إن كان لحامله ³.

التعريف الخامس: السند هو أحد الأدوات المالية التي تمثل مديونية على من أصدرها وتعطي لمن يجوزها دخل دوري ثابت، وتتضمن السندات جدولا محددًا من المدفوعات المستقبلية، وتختلف فيما بينها لاختلاف معدل العائد الذي تتعهد المنشأة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعا لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند ولمعاملة الضريبية ⁴.

التعريف السادس: السند وثيقة قابلة للتداول تصدره الشركات يمثل قرضا طويل الأجل، ويعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام، ويحول مالكة الحصول على فوائد ثابتة تؤدي قبل توزيع الأرباح على المساهمين، فضلا عن استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل، أو عند التصفية قبل الأسهم أيضا، وليس لصاحب السند التصويت،

¹ أحمد مجد الخليل، الاسهم و السندات و أحكامها الفقهية، مرجع سبق ذكره، ص 386

² محمود مجد الداغر، الاسواق المالية : مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، عمان 2005، ص 103

³ سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الاسلامية، مرجع سبق ذكره،

ص 364

⁴ السيد متولى عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 140

وتعد السندات بمثابة اتفاق للإقراض بفائدة بين جهة الإصدار وبين من يملك السند، وقد يتضمن الإتفاق رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد¹.

ومن خلال سرد هذه التعريفات يمكن إعطاء تعريف شامل للسندات، فهي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل قرضا تستفيد منه الجهة المصدرة لهذه الأوراق، بينما يحصل مشتريها على فوائد محددة في عقد البيع نظير تنازلهم على أموالهم لمدة معينة مدونة على الورقة تسمى أجل الاستحقاق.

الفرع الثاني- شروط وطرق إصدار السندات:

أولا- شروط الواجب توفرها لإصدار السندات

لم تكن هناك أنظمة وتشريعات تنظم إصدار السندات عند قيام شركات المساهمة في أول الأمر، وإنما تركت الحرية التامة للمتعاقدين في إصدار السندات بدون ضابط ولا حدود للعملية، الأمر الذي نجم عنه فوضى في سوق السندات، فلجأت بعض الشركات ذات رأس المال الضعيف إلى إصدار سندات بأضعاف رأس مالها المكتتب، وذلك من خلال إغراء الجمهور بأسعار فائدة مرتفعة ومزايا أخرى قد لا تتمكن الشركة من الوفاء بها، لهذه الأسباب تدخلت الهيئات التشريعية والسلطات التي لها صلاحيات الرقابة على السوق المالي لمعظم البلدان ووضعت قيود على عملية إصدار سندات القرض بعدد من الشروط يمكن ذكر أكثرها ذيوعا فيمايلي :

1- لا يجوز للشركات اللجوء إلى إصدار سندات القرض إلاّ بعد استيفاء القيمة الكلية للأسهم المكتتب بها، وهذا بإعتبار أنّ المساهمين في شركة المساهمة لا يدفعون القيمة الإجمالية للأسهم المكتتب فيها في بداية الأمر، ويؤجل باقي القيمة لفترة لاحقة وخلال هذه الفترة التي يتم فيها استيفاء المبلغ الاجمالي للأسهم لا يمكن للشركة المناداة للاكتتاب في سندات القرض، وهذا أمر بديهي بحيث أنه من غير المنطقي اللجوء إلى الاستدانة وجزء من رأس مال الشركة ما زال في حوزة المساهمين.

¹ يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية و أنواعها: الاستثمار- الصناديق الاستثمارية- الأوراق المالية والتجارية، الطبعة الأولى ، دار التعليم الجامعي،

2- لا يمكن للشركة من إصدار سندات القرض دون موافقة الجمعية العمومية من خلال إصداره قرار لذلك، بناء على اقتراح من مجلس إدارة الشركة.

ويكون القرار مرفقا بتقرير من مراقب الحسابات يتضمن الشروط التي تصدر بها السندات، والحكمة من ذلك أن الاقتراض عن طريق السندات ليس عملا دارجا من أعمال الشركة، وإنما هو عمل يتعلق إلى حد كبير بمركز الشركة المالي، وسياستها المالية بوجه عام، لذا كان يتعين صدور قرار بذلك من الجمعية العامة للمساهمين حيث تستطيع أن تقدر مدى ملائمة القرض لمشروع الشركة سواء من حيث كفه، أو من حيث أجله¹.

3- يجب أن لا يزيد الحجم الإجمالي لإصدار السندات عن الحجم الإجمالي للرأس المال الموجود، وهذا بالرجوع إلى آخر ميزانية للشركة، وذلك لأن رأس المال يعتبر ضمانا لدائني الشركة، وبالتالي إذا زاد حجم السندات المصدرة عن الرأس المال يتعرض حملة السندات إلى خطر عدم الحصول على حقوقهم في حالة إفلاس الشركة، وبعض الأنظمة التجارية تربط هذا بصافي أصول الشركة كالنظام المصري، ذلك أن الضمان الحقيقي للدائنين ليس رأس مال الشركة، بقدر ما هو أصولها وموجوداتها الحالية والمستقبلية.

4- يجب على الشركة المقترضة أن تكون قد قامت بنشر ميزانيتها عن سنة مالية واحدة على الأقل، وهذا حتى تسمح للجمهور بالإطلاع على حجم نشاطها ومعرفة مركزها المالي قبل الأخذ بقرار الاكتتاب في سنداتها.

5- تتم عمليات الاكتتاب العام من خلال دعوة الجمهور لشراء السندات عن طريق نشرة اكتتاب تشمل على مايلي:

أ- سبب الاصدار

ب- بيان رأس مال الشركة

ج- قيمة وعدد السندات التي ترغب الشركة في اصدارها.

د- سعر الفائدة والمزايا الاخرى المتعلقة بالسندات المصدرة.

هـ- تاريخ الاستهلاك وشروط ضمانه.

و- تاريخ قرار الجمعية العمومية الخاص بالاصدار.

¹ ديبان محمد الديبان، مرجع سبق ذكره، ص 289

ثانياً- طرق إصدار السندات: يتم طرح السندات في السوق الأولى بثلاث طرق رئيسية¹:

- في صورة إصدار مغلق private placement وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بتغطية الاكتتاب فيه.
- أو في صورة اكتتاب عام كلي أو جزئي.

- وأخيراً يمكن أن تكون في صورة مزاد (عطاءات) على نحو ما هو متبع عند طرح أذون الخزينة.

وعند تداول السندات في السوق الثانوي فإن المشتري الراغب في حيازة السند عليه أن يدفع للبائع ما يلي:

- قيمة السندات المشتراة وهي عبارة عن حاصل ضرب السعر السوقي للسند في عدد السندات المشتراة.
- قيمة الفوائد المستحقة على السندات المشتراة على أساس حساب مدة ما يستحق للكوبون الساري من فوائد تخص البائع وهو عدد الأيام الفعلية المنقضية من تاريخ سداد آخر كوبون وحتى تاريخ تسوية عملية الشراء.

الفرع الثالث- خصائص السندات: من خلال ذكر مختلف التعاريف التي تطرقت إلى مفهوم السندات يمكن

استنتاج مختلف الخصائص المرتبطة بالسند والتي منها ما يميزه عن باقي الأوراق المالية الأخرى ومنها ما يتشابه معه فيها، وسنذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:

- تعتبر قيمة السند الإسمية دينا في ذمة الشركة المصدرة له، فإذا أفلسست يسقط أجل استحقاق الدين آلياً، ويصبح حامل السند دائناً كباقي الدائنين.

- حملة السندات لهم حق الأولوية في استيفاء قيمة ما يحوزون من السندات خلال إجراءات عملية التصفية قبل حملة الاسهم.

- يحصل حامل السند على فائدة ثابتة بغض النظر عن النتيجة النهائية لنشاط الشركة، رجحت أم خسرت

- يجوز أن يشترط حامل السند نسبة معوية في الأرباح، ولا يعتبر مساهماً لأنه لا يحق له التدخل في إدارة الشركة².

¹ محمد خلة توفيق، الهندسة المالية - الاطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار - ط 1 ، دار الفكر العربي، الاسكندرية 2011، ص 132

² نفس المرجع السابق، ص 158

- لا يحق لحملة السندات حضور الجمعية العامة للمساهمين، كما لا يحق للجمعية العامة تعديل عقود السندات ولا تواريخ استحقاقها.
- السند قابل للتداول بالطرق التجارية، سواء عن طريق القيد أو التسليم (المنالولة)، ويتشابه مع السهم في هذه الخاصية.
- في حالة اخلال الشركة بنود عقد السند، خاصة في حالة عدم الوفاء بدفع قيمة السند والفوائد المترتبة عنه عند حلول تاريخ الاستحقاق يمكن لحملة السندات المطالبة بإشهار إفلاس الشركة.
- وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه:
- السهم صك يمثل جزءا من رأس المال، بينما السند صك يمثل جزءا من قرض.
- يصدر السند بعد التأسيس لتوسيع الأعمال، عكس السهم الذي قد يصدر قبل التأسيس أو بعده.
- حامل السهم يعتبر شريكا، أما حامل السند فدائن وليس شريكا.
- تتوفر كل شركة مساهمة على أسهم، لكن لا يلزمها أن تكون لها سندات.
- المساهم يملك حق الحضور والتصويت في الجمعية العمومية، خلافا لحامل السند.
- يتحمل المساهم المخاطر كإفلاس الشركة، أما صاحب السند فحصته مضمونة.

الفرع الرابع- أوجه التشابه و الاختلاف بين الأسهم والسندات

- تعتبر الأسهم والسندات من الأدوات المالية التي تتشابه في خصائص وتختلف في أخرى، يمكن اختصار أهم أوجه التشابه والاختلاف في الجدول التالي:

جدول(3): أوجه التشابه والاختلاف بين السهم والسند

أوجه الاختلاف بين السهم والسند		أوجه التشابه بين السهم والسند
السند	السهم	
		- يكون إصدارهما بقيم متساوية
		- غير قابلين للتجزئة
		- قابليتهما للتداول
		- يصدران عن طريق الاكتتاب العام
		- لكل منهما قيمة اسمية وقيمة سوقية
- حامل السند دائنًا للشركة	- حامل السهم شريكا في الشركة	
- يمثل قرضا و لا تدخل قيمته في رأس مال الشركة	- السهم يمثل جزء من رأس مال الشركة	
- لا يحق لحامل السند المشاركة في ادارة الشركة	- صاحب السهم له حق حضور الجمعية العامة و التصويت فيها و الرقابة على أعمال مجلس الإدارة	
- صاحب السند يحصل على ربح ثابت بغض النظر عن نتيجة الشركة	-صاحب السهم يتحصل على ربح يختلف باختلاف الأرباح المحققة	
- صاحب السند له أولوية الحصول على حقه في حالات التصفية	- يحصل على حقه بعد حصول دفع جميع الديون بما فيها حقوق أصحاب السندات	
- صاحب السند له استيفاء قيمته عند في الأجل المتفق عليه	- صاحب السهم لا يسترد قيمة سهمه إلا عند تصفية الشركة	
- لا يوجد حد أدنى أو أعلى لقيمة السند	- أغلب النظم التجارية تحدد حد أدنى وحد أعلى لقيمة إصدار السهم	

المطلب الثاني-أنواع السندات: يمكن أن نَميّز عدة أصناف من السندات وذلك بالنظر لعدّة اعتبارات

الفرع الأول- أنواع السندات باعتبار مصدرها: تنقسم إلى ثلاثة أنواع

1- سندات المنظمات الدولية: يصدر هذا النوع من قبل هيئات دولية معروفة، كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، صندوق النقد الدولي، وتستخدم الأموال المتأتية من هذا النوع من الإصدارات في تمويل مشاريع هذه المنظمات وفقا ما تقتضيه سياستها الاقتصادية وتوجهاتها العامة، ويعتبر هذا النوع من السندات من أهم الأنواع المعروفة في سوق السندات والتي تعرف بقلة مخاطرها.

2- السندات الحكومية: أو ما يعرف بسندات القطاع العام وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة تصدرها الحكومة أو من ينوب عنها كالبنك المركزي والخزينة العامة، وتمثل دينا في ذمة الحكومة وغالبا ما تكون ذات فوائد ثابتة وتصدر عن طريق الاكتتاب العام، وقد تكون دائمة أو مستهلكة، وتتنوع بحسب تنوع الجهة أو المؤسسة المصدرة لها، فنجد منها سندات البلدية، سندات الخزينة، سندات حكومية بعملات أجنبية موجهة للسوق الخارجية.

3- سندات القطاع الخاص: أو ما يعرف بسندات الشركات وهي سندات التي تصدر من طرف مؤسسات وشركات القطاع الخاص، بالإضافة إلى المؤسسات المالية والشركات التجارية والصناعية والخدمية، وذلك لحاجتها للأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، وتتميز هذه السندات بكونها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة المطبقة على السندات الحكومية لكن بمخاطر مرتفعة عن المخاطر المرتبطة بالسندات الحكومية، نظرا لاحتمالية عجز الجهة المصدرة لها عن الوفاء بسداد قيمة الدين والفوائد السنوية المترتبة عنه.

الفرع الثاني- أنواع السندات باعتبار حقوق أصحابها: وهذا أهم شيء في تقسيم السندات، بالنظر لهذا الاعتبار وتنقسم السندات إلى ستة أقسام¹.

1- **السندات العادية:** وهي سندات ذات استحقاق ثابت، وهي سندات ذات قيمة واحدة، تُعطى عليها فوائد ثابتة، فضلاً عن قيمتها عند نهاية مدّة القرض.

¹ ديبان مُجد الدين، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، الجزء 13، ط 2، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض 2014، ص 294-295

2- **سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار:** وهي سندات يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق، باعتبارها حسما لهذه السندات.

مثال ذلك: لو كانت القيمة الاسمية للسهم ألف دينار، فيدفع المكتتب تسعة مائة دينار، والمائة المتبقية تسمى علاوة إصدار، وترد الشركة قيمة السند الاسمية لصاحبها (ألف دينار) فكأنها اقترضت تسعة مائة إلى أجل، على أن تدفع ألف دينار، وعلى أساس القيمة الاسمية تحسب الفوائد السنوية.

3- **سندات النصيب:** وتنقسم إلى قسمين

الأول: سندات النصيب بالفائدة، وهي سندات تصدر بقيمة اسمية، وتحدد الشركة لحاملها فائدة بتاريخ استحقاق معين، ويجري السحب عن طريق القرعة في كل عام لإخراج عدد من السندات من التداول حيث يتم استهلاكها، وتصبح مستحقة الأداء، ويدفع إلى صاحبها مع قيمتها مكافأة مالية كبيرة، ويكون معدل الفائدة السنوي التي تمنحه مثل هذا النوع من السندات أقل من المعدل العادي، وتستفيد الشركة المصدرة من الفرق لتعطيه في شكل مكافآت مالية، ويخضع إصدار مثل هذا النوع من السندات لتنظيم قانوني خاص، أو لإذن حكومي.

الثاني: سندات النصيب بدون فائدة، وهي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله فقط بدون فوائد في حالة عدم فوزه بالقرعة.

4- **السند المضمون:** وهو سند يصدر من الشركة إما بضمان شخصي، مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك، أو بضمان عيني مرهون بأصل ثابت كالأرض، أو العقار، أو الآلات أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى. وبسبب الضمان وعدم وجود المخاطر فإنّ عائد هذه السندات أقل من أي نوع آخر

5- **السندات القابلة للتحويل:** وهي سندات تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم حسب القواعد المقررة لزيادة رأس المال.

6- **سندات الدخل:** وهي سندات يكون لها فوائد ثابتة إضافة إلى نسبة محددة من أرباح الشركة، بينما غيرها تكون فائدتها دورية دون مشاركتها في أرباح الشركة.

الفرع الثالث- أنواع السندات باعتبار شكلها: تنقسم السندات باعتبار الشكل إلى قسمين، اسمية وحاملها - سندات اسمية: هذا التصنيف مثل ما تطرقنا إليه في تصنيف الأسهم والتي ذكرنا من أنواعها أسهم اسمية، فكذلك نجد في قسم السندات، السندات الاسمية والتي سُميت بهذا الاسم ذلك أنّها تحمل اسم مالك السند والمدّون على الورقة التي تمثل السند، وتنتقل ملكية هذا النوع من السندات عن طريق التسجيل في سجلات الشركة.

- سندات لحاملها: وهي عكس النوع السابق لا يدون اسم مالكتها عليها، وإّما يعتبر الحائز عليها(حاملها) مالكا لها، وإن آلت إليه ملكيته بالتعدّي والسرقة.

الفرع الرابع- أنواع السندات باعتبار قابليتها للإطفاء: وفي هذا الصدد نميّز قسمين من السندات، منها ما هو قابل للإطفاء، ومنها ما هو غير قابل للإطفاء.

- سندات غير قابلة للإطفاء: وهي سندات لا تسمح للشركة بإستدعاء حملة السندات لسداد قيمة قروضهم قبل حلول تاريخ الاستحقاق بل تنتظر إلى غاية انتهاء آجال الاستحقاق.

- سندات قابلة للإطفاء: أحيانا الشركة المصدرة للسندات تكون بحاجة للأموال لفترة قصيرة، فتلجأ إلى إدراج بند في عقد السند يسمح لها بإستدعاء مشتري السند وانهاء عقد القرض وبالتالي إطفاء السند.

هذا النوع من السندات يكون الاقبال عليه متدنيا لأنّ الشركة ربما تطفية في وقت ارتفاع سعره، وهي تستدعيه بالقيمة الاسمية حسب شرط الاستدعاء، أو ربما تستدعيه الشركة حين تكون أسعار الفائدة الثابتة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق¹.

هذه أغلب الأقسام المعروفة في سوق السندات، إلاّ أن مجال الهندسة والابتكار المالي لازال يُظهر لنا كل يوم أنواع جديدة غير الذي تطرقنا لها في أقسام السندات المعروفة، لكن انتشارها قد يعرف مواسم معيّنة، أو أماكن وأسواق محددة و من هذه السندات²:

- سندات بفائدة ثابتة وشروط متغيرة

¹ ديبان مجّد الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 296

² نفس المرجع، ص 297

- سندات مسترجعة، حيث يعطي لحاملها الحق في استرجاع قيمتها الاسمية بعد فترة محددة، ثم تقوم الشركة المصدرة بإعطاء شروط أحسن من السابق في حالة إبقاء قيمتها فترة أخرى.
- سندات ذات أصوات، تعطي صاحبها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة.
- سندات بفائدة عائمة تتغير كل سنة، أو كل ستة أشهر على أساس سعر الفائدة الدولية مثلا، أو أي أساس آخر.
- سندات بشهادة حق، حيث تعطي لصاحبها الحق في شراء أوراق مالية طويلة فترة محددة، وبسعر محدد مسبقا.

المطلب الثالث- الأحكام الفقهية المتعلقة بالسندات

ناقش مجلس المجمع الفقه الاسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة بالمملكة العربية السعودية من 17 إلى 23 شعبان 1410 الموافق للفترة من 20-24 من شهر أكتوبر سنة 1989، مسألة إصدار السندات وتداولها، وبعد إطلاعنا على الابحاث المقدمة إليه في الموضوع والتي جاء ضمنها أن السند هو عبارة عن شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، او ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أم حسما، وبناء على ذلك أصدر المجمع قرارا يبين فيه رأيه حيال أمر إصدار السند وتداوله ، حيث جاء ضمن قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 60(2/11) مايلى¹:

أولاً: إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغا مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية أو إدارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ربعا أو عمولة أو عائدا.

ثانياً: تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسما لهذه السندات.

¹مرجع سبق ذكره، ص 188 قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-1238

ثالثاً: كما تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروض اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

رابعاً: من بدائل السندات المحرمة- إصداراً أو شراءً أو تداولاً- السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معيّن، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإتّما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا إلا إذا تحقق فعلاً، ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 30(4/5) لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة.

المبحث الرابع- الأدوات المالية المشتقة المتداولة في سوق رأس المال وأحكامها الفقهية

عرفت الأسواق المالية تقلبات حادة بفعل المخاطر التي تعرضت لها الأصول المالية المتداولة في تلك الأسواق، ممّا استلزم الأمر التفكير في طرق لتجنب الآثار السلبية التي أحدثت هذه التقلبات، وفي خضم ذلك استحدثت أدوات مالية جديدة لم تكن معروفة من قبل في إطار ما يعرف بالهندسة المالية أو الابتكار المالي، تسمى هذه الأدوات المشتقات المالية، وهي أوراق مالية لا تنشأ بذاتها بل يعتمد ابتكارها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل سلفاً تشتق منه هذه الأدوات.

الهدف من استحداث هذا النوع من الأدوات المالية هو التحوط والتحوط ضد المخاطر، التي قد تتعرض لها الأصول المالية الأساسية المشتقة منها هذه المشتقات عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار العديد من العناصر مثل سعر الفائدة ، وأسعار الصرف ، وأسعار الأسهم.

المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية و دوافع الاستثمار فيها

الفرع الأول- مفهوم المشتقات المالية

يمكن تصنيف الأصول في عالم المال إلى ثلاثة أصناف وهي:

1- أصول حقيقية: وتعرف بأنّها تلك الأصول المادية الملموسة مثل الآلات والمعدات والمباني، وتسمى في بعض الكتب رأس المال المادي، تستخدم هذه الأصول في العمليات الإنتاجية.

2- أصول مالية: تمثل المقابل الممنوح لذوي الحقوق من الشركاء، وهي عبارة عن حقوق ملكية للأصول المادية متمثلة في الأسهم، السندات وحسابات الادّخار.

3- حقوق ملكية على الأصول المالية المذكورة في الصنف السابق: وتسمى المشتقات

من المعلوم أنّ كل من مكونات البندين الأول والثاني وهما الأصول المادية والأصول المالية، يظهر أو يدرج في صلب ميزانية الشركة، كما يترتب على اقتنائه حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسددها من يرغب في تملكه أو حيازته، يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من يبيعه أو يصدره، كما يتم استهلاكه عادة إما عند بيعه أو لدى انتهاء أجله.

أما مكونات البند الثالث وهي المشتقات المالية، فهي وإن كانت تُنشئ التزاما تبادليا مشروطا إلا أنّها لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي) أو أنّها في الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا، لذلك وعلى خلاف الأدوات المالية الأولية أو الأصلية بالبندين الأول والثاني، لا يتم إدراجها في بنود الميزانية¹، لذا نجد بعض الاقتصاديين يسمون المشتقات المالية بالاستثمارات الصفريّة.

تعتبر المشتقات المالية إحدى ثمرات ما يصطلح عليه بالهندسة المالية، فهي عبارة عن ابتكارات مالية جديدة تختلف عن الأدوات التقليدية الموجودة أصلا، وقد أطلق مصطلح المشتقات المالية على هذه الأدوات كون قيمها مشتقة من أصل أساسي، وبالتالي من حيث المبدأ المشتقات ليس لها قيمة سوقية ولكن تسند إلى أصل آخر له قيمة سوقية، أي أنّها عقود مبنية على وجود منتجات أساسية تعطي الحق لمشتري الحق أو بائعه أولوية تنفيذ الصفقة، فالمشتقات المالية هي أدوات تسمح لوكلاء السوق المالي بالمقامرة على حركات أسعار الأدوات المالية الأساسية دون الحاجة التعامل بالأدوات نفسها.

وقد أصبح للمشتقات المالية سوق مالية نشطة بفعل الإقبال المتزايد عليها نظرا لما أصبحت تقدمه من امتيازات للمستثمرين فيها، إذ يعتبر إنشاء أسواق المشتقات المالية من أهم التطورات التي حدثت خلال العشريتين الأخيرتين.

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 238

وانطلاقاً من هذا نجد أن المشتقات المالية عُرِّفت بعدة تعريفات تتشابه فيما بينها في المعنى وتختلف في المبنى نذكر أهمها فما يلي:

- هي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الوسيلة الأساسية (أي الأصول موضوع تلك العقود)، فهذه الأصول تتنوع ما بين أصول مالية وأصول مادية (أسهم، سندات، مؤشرات، مواد أولية، معادن ومنتجات فلاحية)¹.

- ويعرفها الدكتور السيد متولي عبد القادر: أنّها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات (بنود) خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات (الأصول) أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. ويعرفها كذلك: بأنّها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، ... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية².

الفرع الثاني- الخصائص العامة للمشتقات المالية

من مميزات المشتقات المالية أنّها عبارة عن عقود، تنفيذها يكون في تاريخ مستقبلي لا يعتمد على استثمارات مبدئية، وتعتمد قيمتها (المكاسب والخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد، وباعتبار أنّ المشتقات هي عقود فهي تتضمن تحديد سعر معيّن للتنفيذ في المستقبل، وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، بالإضافة إلى تحديد الشيء محل العقد والذي يكون إمّا مالياً أو مادياً³. وبناء على ما ذكرناه في تعريف المشتقات المالية يمكن ذكر أهمّ العناصر المميزة للمشتقات المالية فيما يلي:

- هي عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

¹ DAYAN Armand et autres , Manuel de gestion volume 2 ellipses/AUF, 1999, p 231

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص 238

³ برودي نعيمة، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية وإتجاهات الأسواق، جامعة ابوبكر بلقايد بتلمسان، 2013/2012، ص

- لا يشترط في التعامل بها وجود استثمارات مبدئية، أو يتطلب ذلك مبدئياً مبلغاً ضئيلاً مقارنة بقيمة العقود.
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد.

- هي أدوات مالية تدرج خارج الميزانية

- قيم المشتقات المالية أكثر تقلباً من الأدوات المشتقة منها.

- أنّها أدوات تتميز بإمكانية تحقيق أرباح عالية تصل إلى 100% من حجم الأموال المستثمرة، كما أنّها تحقق خسائر كبيرة يمكن أن تؤدي إلى إفلاس وإحداث أزمات ونعني بذلك تميّزها بالمخاطر المرتفعة¹.

و أهمّ ما يجب أن تحتويه عقود المشتقات النقاط التالية:

- تحديد سعر التنفيذ المستقبلي.
- تحديد الكمية التي يسري عليها تنفيذ الصفقة.
- تحديد مدّة صلاحية العقد (أي الزمن الذي يسري فيه العقد).
- تحديد الشيء المتعاقد عليه والذي إمّا أن يكون: سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر عملة أجنبية... الخ.

الفرع الثالث- دوافع الاستثمار في المشتقات المالية

غالباً ما يلجأ المستثمرين للتعامل بالمشتقات المالية لثلاثة أسباب أو دوافع رئيسية وهي: التغطية، أو المضاربة، أو المراجعة، و سنوضح المفاهيم المتعلقة بهذه الدوافع فيما يلي:

- 1- دافع التغطية: يتطرق بعض المتخصصين في شؤون الأسواق المالية وأسواق أسعار الصرف إلى ربط عملية التغطية بعملية الحد من المخاطر حيث يقول بعضهم بأن التغطية: تتضمن الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند اتخاذ وضعية مالية ما عن طريق خلق وضعية جديدة ملائمة²، فمن خلال المشتقات يمكن

¹ عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الثاني، ديسمبر 2015، ص 90

² XAVIER Burckert et DIDIER Marteau et DAHLIA Tang , le marché des changes et la zone franc, EDICEF 1989, p 37

للمستثمر تنوع استثماراته في الأصول المالية بين السوق الآجل والسوق الحاضر، فعملية التغطية تُمكن المستثمر من التعويض عن الخسائر الناجمة في أحد السوقين بأرباح يحققها في السوق الثاني.

2- دافع المضاربة: كثيرا ما أصبحت تستعمل الأدوات المشتقة كوسيلة للاستفادة من تقلبات الأسعار، حيث يقوم المستثمرون بالمضاربة إما على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها من خلال المراقبة الدقيقة والدائمة لتغير الأسعار، فيقوم المستثمر وفقا لمصلحته إما ببيع أو شراء تلك العقود، وتتم هذه العمليات خلال فترة زمنية قصيرة، فالمضارب ليس له أيُّ نية في امتلاك الأصل المالي وإنما هدفه استغلال الفرص لتحقيق عوائد مالية من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار.

3- دافع المراجعة: وهي أن يقوم المستثمرون في المشتقات المالية بالشراء من الأسواق التي تكون فيها الاسعار منخفضة نسبيا وإعادة البيع في آن واحد في سوق مالي يعرف إرتفاع نسبي في الأسعار، فيستفيد المستثمرون من خلال هذه العملية من فروقات الاسعار لتحقيق أرباح رأسمالية فهم بذلك يُراجحون بين الأسواق وينتهزون فرص الربح.

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

أبرزت ابتكارات الهندسة المالية أنواعا عديدة من المنتجات المالية خاصة منها المشتقات والتي وإن تعددت أنواعها، طبيعتها وهدفها واحد، سنحاول فيمايلي تسليط الضوء على أشهر أنواع المشتقات المالية:

الفرع الأول- عقود الخيار: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، بينما هي ملزمة لمن يصدرها، تعطي لحاملها(المستثمر) حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة(شراء أو بيع) ورقة مالية أو مجموعة أوراق مالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد¹.

كما تسمى عقود الخيارات أيضا بأنها العقود الآجلة الشريطة ويعرف عقد الخيار على أنه اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السريعة للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري على

¹ مصطفى يوسف كاني، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان ، دمشق، 2014، ص 164

العقد لقاء علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع محرر العقد عند إبرام العقد وتعتبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه¹.

إذن فعقد الخيار هو عقد ينظم الإتفاق بين طرفين، بين مشتري العقد(المستثمر) ومحرر العقد أو مصدره، بحيث يضمن عقد الخيار لحامله حقا وليس له أي التزام اتجاه مصدره، وبالتالي له خيار التنفيذ أو عدم التنفيذ بينما محرر عقد الخيار ملزم بتنفيذ الاتفاق إذا قرر مشتري العقد تنفيذ الصفقة.

وتصنف عقود الخيار إلى نوعان:

أ- بالنظر لموعد التنفيذ.

ب- بالنظر لطبيعة العقد.

أ- نوع عقود الخيار بالنظر لموعد التنفيذ: والذي بدوره نميز فيه نوعان

1- عقد الخيار الأمريكي

2- عقد الخيار الأوربي

فعقد الخيار الأمريكي فهو العقد الذي يتيح لمشتري العقد حرية التنفيذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى غاية نهايته، أما عقد الخيار الأوربي فإن التنفيذ فيه غير مسموح به خلال مدة العقد وإنما يسمح بالتنفيذ عند تاريخ انتهاء مدة العقد.

ب- نوع العقود بالنظر لطبيعة العقد: هو كذلك نميزه فيه نوعان

1- عقد خيار الشراء: وهو العقد الذي يتضمن إعطاء الحق لمشتريه بشراء ورقة مالية أو مجموعة الأوراق المالية أو أي سلعة تتداول في سوق عقود الخيار في أو قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه أثناء إبرام العقد، وفي هذه الحالة يكون مشتري العقد مضطرا لمراقبة أسعار المشتقات التي يحوزها، فإذا كانت الأسعار تتجه إلى الارتفاع أعلى من السعر المتفق عليه في عقد الخيار، فإنه من مصلحته تنفيذ الشراء لبيعها بسعر أكبر والاستفادة من فروق الأسعار، والعكس إذا اتجهت الاسعار إلى الانخفاض فإنه من مصلحته عدم التنفيذ.

¹عزتوس سهيلة ، مرجع سبق ذكره، ص 99

2- عقد خيار البيع: يلجأ المستثمرون في الأوراق المالية إلى هذا النوع من العقد تحوطاً ضد خطر انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يجوزتهم، كما أنّ المصدرين يلجئون إلى التعامل بهذه العقود تجنباً لانخفاض أسعار صرف العملة، حيث يقوم حاملو هذه الأوراق بشراء عقد خيار بيع لعدد محدد من الأوراق المالية بسعر معين قبل تاريخ محدد لطرف آخر يدعى محرر العقد.

فإذا انخفض سعر سهم الشركة أو سعر صرف العملة في السوق إلى مستوى أقل من السعر المحدد في عقد الخيار فإن حامل العقد يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه وعلى محرر العقد أن يشتري بذلك السعر، أما إذا ارتفع سعر السهم أو سعر صرف العملة إلى أعلى من السعر المحدد فإن حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد فقط¹.

الفرع الثاني- العقود المستقبلية:

أولاً- تعريف العقود المستقبلية: هي عبارة عن "التزام قانوني متبادل بين الطرفين، يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث يسمى الوسيط كمية محددة من أصل معين في مكان محدد وزمن محدد وبموجب سعر محدد²، يلجأ محرر العقد المستقبلي إلى هذا النوع من العقود في ظل سيادة حالة عدم التأكد أو لتخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى.

ويعرف العقد المستقبلي كذلك بأنه: "اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير Short Position، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل long position ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو أصل مالي مثل الأسهم والسندات في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس إتفاق سابق عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراق مالية حكومية، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليه الهامش المبدئي³ Initial margin. لا يمكن إبرام عقد مستقبلي إلا بتوفر مجموعة من الأركان تتناسق فيما

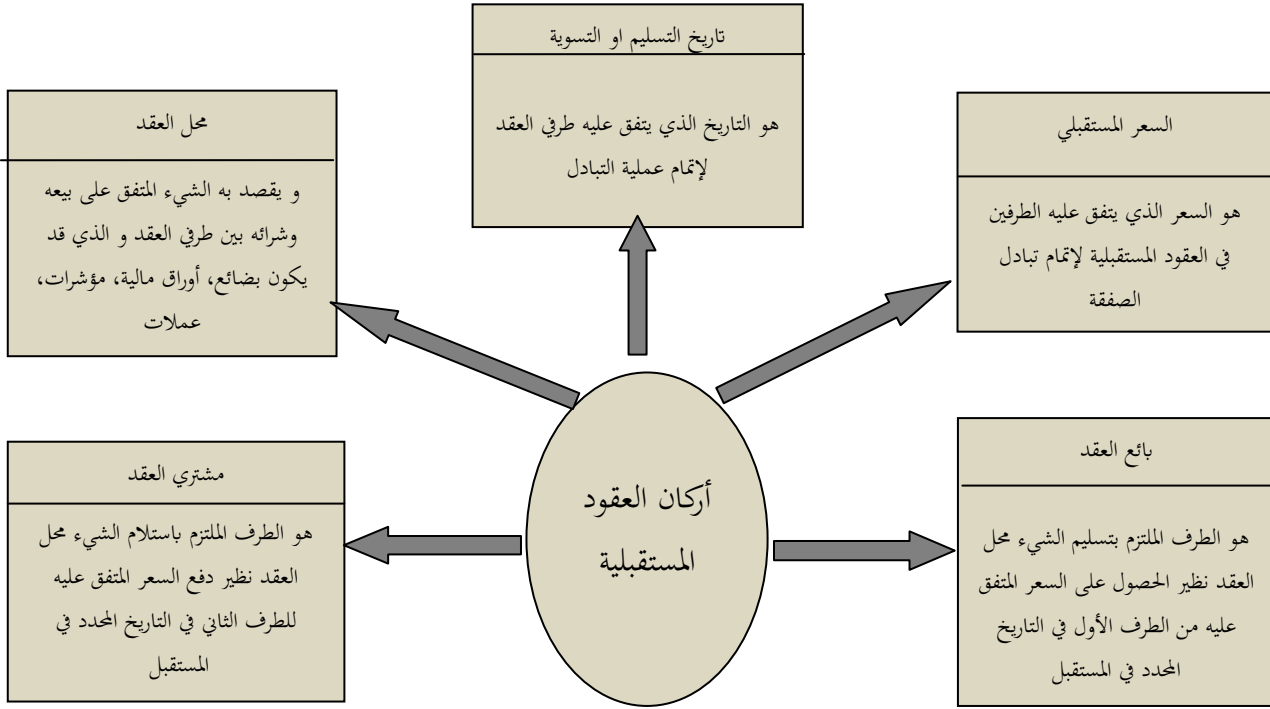
¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 166-167

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط3، مؤسسة الوراق، الأردن، 1999، ص 272

³ منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، 2006، ص 511-512

بينها مُشكّلة بذلك عقد وفقا لشروط معيّنة يتم من خلاله الوصول إلى الغرض الذي أنشئ من أجله بألية محددة، ويمكن توضيح أركان العقد المستقبلي والكيفية التي يتحقق بها ذلك في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): أركان العقود المستقبلية



المصدر: مُجد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم و السندات "مدخل

الهندسة المالية " المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص 354

ومن الإجراءات الواجب القيام بها خلال إبرام العقود المستقبلية أن يودع كل طرف من أطراف مبلغا معيّنا يسمى "الهامش" وهو عبارة عن نسبة من قيمة العقد يقدم كضمان لحسن نية تنفيذ العقد من الطرفين، ويعتبر الهامش أحد أسباب نجاح سوق العقود المستقبلية لأنه يدفع جميع المتعاملين للوفاء بالتزاماتهم. ويتضمن نظام الهامش ما يسمى بالهامش المبدئي وهامش الصيانة الذين تحدد نسبتهما غرفة المقاصة¹:

¹ برودي نعيمة، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية و اتجاهات الأسواق، مرجع سبق ذكره، ص 24-25

✓ الهامش المبدئي (هامش الأداء): يلزم كل من البائع والمشتري في العقود المستقبلية بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى السمسار الذي يودعه بدوره في غرفة المقاصة، فهذا الهامش يودع كضمان لحماية أطراف العقد من مخاطر تخلف أحدهما عن الوفاء بالتزاماته، وتتراوح نسبة الهامش المبدئي في المتوسط ما بين 5% و 10% من القيمة الكلية للعقد، إذ يستخدم هذا الهامش لتغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في كل يوم، فبعد إبرام العقد يقوم بيت السمسرة بتسوية يومية للعقد نتيجة للتحركات السعرية اليومية للأصل موضوع العقد، ومع كل تغير يومي في السعر فإن أحد أطراف العقد سيحقق أرباحاً في حين سيحقق الطرف الآخر خسائر، وتتم التسوية اليومية لحساب الهامش لكل من الطرفين، فالطرف الذي يحقق أرباحاً ستضاف الزيادة إلى حساب هامشه، ويمكنه سحب تلك الزيادة في حين أن الطرف الذي سيخسر سيقبل حساب هامشه، ويطلب منه إضافة نقدية لحساب هامشه ليظل عند نفس المستوى.

✓ هامش الصيانة: وهو عبارة عن نسبة محددة من الهامش المبدئي وتكون نسبته ما بين 65% و 80% من قيمة الهامش الفعلي (المبدئي)، فإذا ما انخفضت نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى يقل عن 65%-80% يتصل السمسار بالعميل (البائع) ليضعه أمام خيارين فيما أن يضيف مبلغاً نقدياً ليعيد الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش المبدئي أو أن يتخذ السمسار إجراءات لبيع العقد¹.

- ثانياً - خصائص العقود المستقبلية: للعقود المستقبلية خصائص تميزها عن باقي المشتقات تتمثل أبرزها فيما يلي²:

- تتميز بأنها عقود نمطية (contracts Standard) من حيث تحديد كمية العملية ونوعها وشهور التسليم ويتم التعامل في العقود المستقبلية من خلال مزاد مفتوح في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت السمسرة.
- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المستقبلية تميل للانخفاض.

¹ حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية: مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 123

² قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، 2015-2016، ص 117

- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضرة عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعا .
- إنّ للعقود المستقبلية طرفين أحدهما بموقع المشتري أو المتسليم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المتسليم للأصل الاستثماري وبالتالي فإنّ مكاسب أحد الطرفين هي نفسها خسائر الطرف الآخر.
- إنّ طرفي العقود المستقبلية غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يقوم هذان الطرفان بالتبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية أو التسوية التي تعمل كمشتري أو بائع دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة¹.
- رغم أنّ تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع، إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف التخلص من التزامات العقد، وذلك بأخذ مركز مضاد أو معاكس في السوق على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركزا طويلا أيّ مركز المشتري، فيمكن أن يتخلص من الالتزامات الخاص بهذا المركز بأنّ يأخذ مركزا قصيرا أي بائع على عقد مماثل آخر، لنقل كل التزاماته للطرف الثاني في العقد الثاني².

الفرع الثالث- العقود الآجلة:

- أولاً- تعريف العقود الآجلة:** وتعرف بأنّها العمليات التي تجري بين طرفين البائع والمشتري أيّ اتفاقية يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها(سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية وفي مكان معين³.
- وتعرف أيضا بأنّها "عبارة عن إتفاق تعاقدي بين طرفين احدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معين(سلعة أو ورقة مالية أو عملة) في تاريخ لاحق محدد مستقبلا يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى يوم

¹ هوشيار معروف، ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ط 1، دار الصفاء، عمان، 2003، ص 153

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،

2007، ص 82

³ شعبان مجّد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية (من منظور إسلامي)، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2002، ص 203

التصفية، وبسعر محدد متفق عليه عند إنشاء العقد يسمى "سعر التنفيذ" ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في التاريخ المستقبلي¹.

و تعتبر حالة عدم التأكد التي تتميز بها أسعار الأسهم والعملات والسلع من أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور العقود الآجلة، لذا يلجأ المستثمرون إلى هذا النوع من العقود لتثبيت الأسعار آنيا وتجنب إرتفاعها مستقبلا تحوطا.

ثانيا- خصائص العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بعدة خصائص تميّزها عن باقي المشتقات نذكر أهمّها فمالي²:

- العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها.

- تحدد شروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم.

- لا يتم تسوية العقد إلا في تاريخ الاستحقاق، والذي فيه يتحقق إما الربح أو الخسارة.

- يكون أمام المضارب في تاريخ التصفية ثلاثة خيارات:

- تسليم الأصل محل التعاقد تسليمًا فعليًا إن كان بائعًا ويتسلمه إن كان مشتريًا.
- بيع ما اشتراه وشراء ما باعه ويستفيد من الفرق بين السعرين.
- يقوم بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

¹ شافية كناف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية و الرؤية الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، جامعة الجلفة، العدد 7 مارس 2017، ص

² شافية كناف، ذهبية لطرش، مرجق سبق ذكره، ص 385

- تمتد المخاطر في العقود الآجلة إلى طرفي العقد، حيث يتحمل كل طرف مخاطر عدم الوفاء الطرف الآخر بالتزاماته.

- تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية، وذلك عن طريق أجهزة وفيما بين مؤسسات مالية كبيرة عادة، كما لا توجد لهذه العقود سوق ثانوية.

أنواع العقود الآجلة: تتنوع العقود الآجلة بتنوع السلع والأصول المتفاوض عليها فنجد من أنواعها مايلي:

- العقود الآجلة على السندات والأسهم
- العقود الآجلة على أسعار الفائدة
- العقود الآجلة على العملات الأجنبية
- العقود الآجلة على مؤشرات الأسهم
- العقود الآجلة على الأصول الثابتة والسلع

الفرع الرابع- عقود المبادلات: تطرق العديد من الباحثين إلى تعريف عقود المبادلات، واتفق جلهم في وضع تعريف متقاربة من حيث الإصطلاح مختلفة في الألفاظ، وسنذكر من بينها أحد التعاريف التي أعطت مفهوما شاملا لعقود المبادلات حيث عُرِفَتْ بِأَنَّهَا "اتفاق بين طرفين تتضمن تعهدا بتداول تدفقات مالية خلال مدة زمنية مستقبلية يتم الاتفاق عليها، وبشروط ترضي طرفي العقد، وذلك بتدخل وسيط يقوم بتنظيم عملية التبادل"¹.

ويقصد بالتدفقات النقدية موضوع العقد تلك المتولدة عن أدوات الدين كأسعار الفائدة، فروقات أسعار الصرف، لذا نجد أن عقود المبادلة تستعمل للتغطية ضد المخاطر السوقية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون مثل مخاطر معدلات الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، وبتعدد هذه المخاطر تعدد أنواع المبادلات، يوجد عدة أنواع من عقود المبادلة منها²:

¹ AUGROS jean-claude et QUERUEL michel , Risque de taux d'intérêt et gestion bancaire, Economica, 2000, p117

²برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 26

1- عقود المبادلة على أسعار الفائدة: وهي عقود تسمح بمبادلة تدفقات على نفس العملة، ولكن بمعدلين مختلفين أحدهما ثابت والآخر متغير، وسعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق عند تسوية العقد، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس ليبور libore أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداماً في عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي، وتسمح عقود المبادلة على أسعار الفائدة بالحصول على معدل الفائدة المرغوب فيه من قبل المؤسسة وغير المتوفر في السوق، كما تستعمل للتقليل من تكلفة التمويل، وأخذ مراكز مضاربة على أسعار الفائدة.

2- عقود مبادلة العملات: وهي تعهدات من قبل طرفين على تبادل تدفقات مالية محررة بعملتين مختلفتين إذ يستعملها المتعاملون الراغبون في تبادل رأس مال (في بداية ونهاية العقد) ومعدل الفائدة (مدفوعات ثلاثية، سداسية، سنوية...) على عملتين مختلفتين.

فهذه العقود تتضمن في أبسط صورة لها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة على قرض بعملة ما، بأصل قرض ومدفوعات فائدة على قرض مكافئ تقريباً بعملة أخرى¹، وبالتالي فإن عقود المبادلات تستعملها المؤسسات لتسيير مخاطر سعر الصرف وتمويل فروع شركات المتعددة الجنسيات في الخارج، بالإضافة إلى تغيير عملة الدين الذي بدوره يؤدي إلى تقليص تكلفة الاقتراض.

المطلب الثالث- الأحكام الفقهية المتعلقة بالمشتقات المالية:

سننظر لموضوع الأحكام الفقهية المتعلقة بالمشتقات المالية من خلال ذكر مختلف قرارات مجلس المجمع الفقهي الدولي التي ناقش مختلف المواضيع المرتبطة بالمشتقات المالية وبعض الآراء لمتخصصين في الدراسات الفقهية لموضوع المشتقات.

الفرع الأول- قرار مجمع الفقهي الاسلامي الدولي فيما يخص عقود الاختيار:

إن مجلس مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة بالمملكة العربية السعودية من 07 - 12 ذي القعدة 1412 هجري الموافق لـ 09-14 ماي 1992 بعد إطلاعه على البحوث الواردة

¹ حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية : مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، ص 246

إلى المجمع بخصوص الاسواق المالية(الاسهم، الإختيارات، السلع، بطاقة الإئتمان)، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله قرر مايلي¹:

... ثانيا- الإختيارات:

أ- صورة عقود الإختيارات: إنّ المقصود بعقود الإختيارات الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إتما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين.

ب- حكمها الشرعي: إنّ عقود الإختيارات كما تجري اليوم في الاسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المعروفة.

وبما أنّ المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعا، وبما أنّ هذه العقود لا يجوز عقدها ابتداء فلا يجوز تداولها.

أما فيما يخص باقي أنواع المشتقات المالية فجاء حكم التعامل بها في رأي مجمع الفقه الاسلامي الدولي في البند الثالث من القرار السابق ما لفظه مايلي:

ثالثا- التعامل بالسلع و العملات و المؤشرات في الاسواق المنظمة²:

1- السلع: يتم التعامل بالسلع في الاسواق المنظمة بإحدى أربع طرق التالية:

الطريقة الاولى: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع وجود السلع أو إيصالات ممثلة لها في ملك البائع وقبضه، وهذا عقد جائز شرعا بشروط البيع المعروفة.

الطريقة الثانية: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع امكانهما بضمان من هيئة السوق، وهذا العقد جائز شرعا بشروط البيع المعروفة.

الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطا يقتضي أن ينتهي فعلا بالتسليم والتسلم. وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين، ويمكن أن

¹قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات من 1 إلى 238، ص 201

²قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات من 1 إلى 238، ص 202-203

يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز، وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها.

الطريقة الرابعة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس. وهذا النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً.

2- التعامل بالعملات: يتم التعامل بالعملات في الأسواق المنظمة بإحدى الطرق الأربع المذكورة في التعامل بالسلع.

- لا يجوز شراء العملات و بيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة.

- أما الطريقتان الأولى والثانية فيجوز فيهما شراء العملات وبيعها بشرط استيفاء شروط الصرف المعروفة.

3- التعامل بالمؤشر: المؤشر هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية.

ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة وهو بيع خيالي لا يمكن وجوده.

إذن وبالنظر إلى الكيفية التي يتم بها تنفيذ عمليات عقود الخيارات في البورصة يتضح لنا أن غالبيتها تتم على المكشوف حيث أن البائع لا يمتلك الشيء المتعاقد عليه (الأوراق المالية)، ولا يشترط وجودها أصلاً أثناء إبرام العقد، وإنما يتعهد بتوفيرها عند التنفيذ، وعليه فعقد الخيار هو عقد أو اتفاق بين طرفين يتعهد أو يلتزم أحدهما ببيع سلعة معينة أو شرائها في المستقبل مقابل مبلغ معين يدفع عند التعاقد، وبالتالي تعتبر عقود الخيار عقود غير صحيحة لأن محل التعاقد غير قابل للعقد، حيث أن العقود عليه حق مجرد (الحق في الشراء أو الحق في البيع)، ولا يمكن اعتباره مالا أو سلعة، فالمتعامل في هذا النوع من العقود يقع في محاذير شرعية تفضي إلى بطلان العقد، منها الغرر الذي يميز العقد بالنسبة لمشتري حق الخيار ومحره، كما أن التعامل فيها قائم على القمار والميسر خاصة فيما يتعلق بالتسوية النقدية لهذه المعاملات، وكذا احتمال عقد الخيار على نوعين من البيوع غير جائزة هما بيع العينة والبيع على المكشوف.

البيع على المكشوف هو قيام البائع باقتراض أوراق مالية من شركة السمسرة أو أي شخص آخر لبيعها لعميله، على أن يتعهد بإعادة شرائها من السوق ويسلمها للمقرض في وقت محدد، ويعتبر هذا البيع من البيوع التي تصنف ضمن بيع الانسان ما لا يملك، وقد اختلف فيه العلماء في جوازه من عدمه على وجهان، فمن من يجيزه في حالات معينة ومن يجرمها في حالات أخرى، ومنهم من يجرمه مطلقاً، إلا بعض المتخصصين من درس الموضوع باستفاضة وخرج بالقول الراجح في الموضوع، نجد الدكتور هشام السعدني بدوي في كتابه عقود المشتقات المالية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة- حيث يقول في ذلك: " والذي أراه راجحاً هو القول الأول القائل بعدم الجواز، و ذلك لوضوح حديث حكيم بن حزام في تأييد هذا القول، كما تدل عليه قصة الحديث، وأما حمل الحديث على بيع الأعيان فقط فهو خلاف ظاهر الحديث وعمومه، والاستدلال على جواز ذلك بالسلم لا يفيد لان السلم إنما ابيح للحاجة فلا يتجاوز به موضح الرخصة لما في ذلك بيع الغرر المنهي عنه"¹.

الفرع الثاني-الحكم الفقهي للعقود الآجلة والمستقبليات:

للعقود الآجلة والمستقبليات أشكال عديدة وهذا حسب أصل الشيء المتعاقد عليه والمشتقة منه هذه العقود، فنجد عقود تجرى على السلع وأذونات الخزينة أو السندات أو القروض وحتى أسعار الفائدة، ونجد كذلك نفس الأنواع بالنسبة للمستقبليات، ورغم الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبليات إلا أنّهما يتفقان في أن تسليم الأصل المتعاقد عليه في تاريخ محدد مستقبلاً.

بعض هذا العقود حرمة التعامل به واضحة كون الأصل محل التعاقد في حد ذاته لا يجوز التعامل به ابتداءً، فالعقود المشتقة منه من باب أولى، ومن أمثلة هذا عقود مستقبليات أسعار الفائدة وعقود المؤشرات، وبعضها يمكن أن يكون جائز بمراعاة الضوابط الشرعية، ولذا يختلف الحكم على عقود المستقبل وفقاً لاختلاف العقد وبنوده، و من ذلك التالي²:

أولاً- الحكم الفقهي للعقود المستقبلية على السلع:

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على السلع، سواء كان الغرض منها الاحتياط لتقلبات الأسعار أو المضاربة، وذلك لما يأتي:

¹ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2011، ص 187

² مركز التمييز البحثي في فقه قضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 619-620

- 1- أن العقود المستقبلية تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز.
- 2- أن هذه العقود من الربا المجمع على تحريمه، وهو ربا النسيئة، وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة.

ثانيا- الحكم الفقهي للعقود المستقبلية على الأدوات المالية:

- 1- الحكم الفقهي للعقود المستقبلية على الأسهم:
 - أ- إن في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم، وفي ذلك تأجيل المبيع المعين وهو غير جائز شرعا.
 - ب- إن في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز، لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

ج- لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا، فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره.

2- الحكم الفقهي للعقود المستقبلية على الاوراق المالية ذات الدخل الثابت :

وتعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، والحكم الفقهي هو التحريم، و ذلك لما يأتي:

- أ- إن في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل، وهو غير جائز، لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عنه.

ب- الدين الذي تمثله هذه الاوراق من النقود، وإذا بيعت بنقود، كما هو الحال في العقود المستقبلية، كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه، فكان حراما.

هذا وقد عرفت سوق المشتقات المالية تطورات كثيرة وسريعة بفعل تطور التقنيات التكنولوجية، خاصة لما أصبح المتعاملين في هذه السوق لا يقصدون التحوط وتجنب مخاطر تقلب الأسعار، بل أصبحوا يسعون من وراء هذه السوق تحقيق أرباح من خلال الاستفادة من فروقات الاسعار، لذا نجد أن هذا التطور أفرز منتجات جديدة من المشتقات والتي عرفت عند بعض الاقتصاديين بمشتقات المشتقات، مثل عقود المؤشرات، الأمر

الذي حتم على فقهاء الشريعة البحث في هذا النوع من الأدوات بغرض إصدار الحكم الفقهي لها، مما أجمع عليه الفقهاء أن الحكم الفقهي لهذا النوع من العقود هو التحريم، و ذلك لما يأتي¹:

أ- أن هذه العقود من وقوع العقد على ما ليس بمال، ولا يؤول إلى مال، وذلك لا يجوز، لأن مؤشرات الاسهم أرقام مجردة، يقع العقد عليها، وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.

ب- أن هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين، لأن حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقما معينا، أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بـ (سعر التنفيذ)، وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المضروب.

أما بالنسبة للعقود المستقبلية على العملات الاجنبية فهي محرمة شرعا لأنها عقود يتم فيها كذلك تأجيل الثمن والمثمن المفضي إلى بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، بالإضافة إلى المحاذير الاخرى كالترا وشبهه القمار الناتج عن التسوية النقدية الناتجة عن المحاسبة على فروق الاسعار، كما ان المتعاملين في هذه العقود لا يقصدون تسليم وتسلم العقود عليه بل غايتهم المقامرة على فرق الأسعار.

¹مركز التمييز البحثي في فقه قضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 620-621

خلاصة الفصل

تطرقنا خلال هذا الفصل إلى مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، من خلال دراسة جميع الجوانب النظرية المتعلقة بها، من تعريف لهذه الأدوات، طبيعتها وأشكالها بالإضافة إلى طرق إصدارها، تسويقها وتداولها، حتى نتمكن من فهم جوهرها من أجل بيان مختلف الأحكام الفقهية المتعلقة بها.

قسمنا الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي إلى قسمين رئيسين باعتماد آجال الاستحقاق كمعيار لذلك، القسم الأول تمّ التطرق فيه إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد وهي الأدوات المعروفة بأجل الاستحقاق القصير، والقسم الثاني تمّ فيه التعرّف على مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، باعتبار أنّها تتميز بأجل استحقاق متوسطة وطويلة الأجل، وعالجنا هذا القسم من الأدوات في ثلاثة أصناف باعتماد على طبيعة الأدوات في حدّ ذاتها، حيث تطرقنا إلى أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال، ثمّ أدوات الدين المتداولة، وأخيرا الأدوات المشتقة المتداولة في سوق رأس المال. أما الأحكام الفقهية المتعلقة بهذه الأدوات، توصلنا إلى أنّ أدوات سوق النقد لا يجوز التعامل بها إصدارا فضلا عن تداولها لما يكتنفها من محاذير شرعية كون أغلبها أدوات دين المنهي عن بيعها، وقد استثنيت من هذه الأدوات ما يمكن اعتماده كوسيلة لتوثيق الدين أو ضمان وهذا بجواز إصدارها فقط و ليس تداولها. أما أدوات الملكية فيجوز إصدارها وتداولها بشروط، وأول شرط النظر في طبيعة نشاط الجهة التي أصدرتها فإن كان مما يشرع التعامل فيه جاز التعامل في أدوات الملكية الصادرة عنها إصدارا وتداولاً، كما أنه يجب خلال التعامل اجتناب جميع المحاذير الشرعية كبيع الغرر، البيع على المكشوف. أما أدوات الدين والأدوات المشتقة في إصدارها وتداولها يصنف ضمن المعاملات التي تقع فيها محاذير شرعية يجب تجنبها، فأدوات الدين تتضمن عمليات البيوع الربوية المحرمة شرعا بالإضافة بيع الدين بالدين المنهي عنه، وأما الأدوات المشتقة فأغلب معاملاتها يشوبها ممارسات محرمة كبيع ما لم يتم تملكه، والوقوف في شبهات الرهان والقمار المنهي عنهما شرعا.

الفصل الثالث

التحول نحو أسواق مالية إسلامية

تمهيد

من خلال ما تطرقنا إليه في الفصلين السابقين يظهر جلياً أنّ الاسواق المالية تكتسي أهمية بالغة في اقتصاد الدول مهما كانت هوية هذا الاقتصاد، بحيث تعتبر معياراً حقيقياً للحكم على مدى نمو اقتصاد أيّ دولة في العالم، كون أن القطاعات المكونة للنسيج الاقتصادي أصبحت لا تستغني عن السوق المالي، سواء باللجوء إليها طلباً للأموال اللازمة لتمويل مشاريعها أو لاستثمار الأموال الفائضة عن حاجتها وتحقيق أرباح رأسمالية من وراء ذلك، هذا الاهتمام المتزايد بالأسواق المالية أدّى إلى ظهور أنواع كثيرة من الأدوات المالية المتداولة في السوق، وبفعل التقدم التكنولوجي وثورة المعلومات التي شهدها العالم عرفت الاسواق المالية تطورات عديدة ومتسارعة، ممّا نتج عنه سهولة الوصول إلى مصادر التمويل، الأمر الذي جعل من الاسواق المالية الوسيلة الرئيسية لتوفير التمويل اللازم من خلال اللجوء إلى المؤسسات المالية المختلفة (البنوك، صناديق الإدخار، صناديق التأمين، المؤسسات المالية المتخصصة) بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وفي الدول الإسلامية وبسبب طريقة تعامل هذه المؤسسات غير المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية من ممارسات غير شرعية كالربا وبيع الغرر، وانتشار بعض عقود البيع الفاسدة، التعامل مع شركات تنتج سلعا محرمة، ظهرت الحاجة الماسّة إلى وجود أسواق مالية إسلامية بديلة عن تلك الاسواق التقليدية، فما مفهوم السوق المالية الإسلامية وكيف نشأت وما هي أدواتها، وماهي متطلبات اقامة سوق مالي اسلامي؟.

سنحاول الإجابة على هذا التساؤلات في هذا في هذا الفصل وذلك من خلال المخطط التالي:

المبحث الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية، أهميتها وأدواتها

المبحث الثاني: دعائم ومتطلبات التحول نحو سوق مالي إسلامي

المبحث الثالث: أساليب التحول نحو سوق مالي إسلامي

المبحث الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية، أهميتها وأدواتها

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

تطرقنا خلال الفصل الأول من هذا البحث إلى التعريف بالسوق المالية بصفة عامة، وتعرّفنا على الوظائف الهامة التي تقوم بها من خلال مكونات هذه السوق بشقيّيه سوق النقد وسوق رأس المال، كما تطرّقنا خلال الفصل الثاني للأدوات التي يتم تداولها في كل السوق المالي وأحكامها الفقهية، ونعني بذلك الأدوات المالية القصيرة الأجل والأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، ومن خلال التعريف بهذه الأدوات وضّحنا المحاذير الشرعية التي تكتنف التعامل بالأدوات المالية التقليدية، لذا نجد أن أغلب الباحثين في الأسواق المالية الإسلامية أعطوا تعاريف للسوق المالي الإسلامي بالتركيز على هذه الأدوات، ومن خلال ضبطها بالإطار الشرعي يمكن إعطاء تعريف للسوق المالية الإسلامية.

الفرع الأول- تعريف السوق المالية الإسلامية.

إن الشريعة الإسلامية لم تدع شيئاً من مصالح المسلمين إلا أعطته الاهتمام البالغ وضبطته بما يقتضيه الشرع، لذا نجد كلما استجدّ على المسلمين من أمر دنيّاهم إلا وكانت له من الدراسات الفقهية نصيب، والأسواق المالية من بين هذه المستجدات، والتي تندرج تحت ما يعرف فقها بقاعدة المصالح المرسلّة، حيث أنّ هذه الأسواق تعتبر من الوسائل التي تساعد على تطوير الأعمال التجارية والاقتصادية التي هي شريان الحياة لكل المجتمعات المتقدمة.

الأسواق المالية في عصرنا الحاضر من بين الوسائل التي يتم من خلالها تحقيق المقاصد الشرعية الخاصة بحفظ المال وتنميته، ولقد نصّ مجمع الفقه الإسلامي على أهمية الأسواق في توصيات الندوة الخاصة بالسوق المالية من الوجهة الإسلامية والمقامة في المغرب بقوله: " في ضوء ما هو مقرر في الشريعة من الحثّ على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدّخرات، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأسواق وتنشيط استثمارها؛ فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة الإسلامية، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء المال من حقوق دينية أو دنيوية"، فالجتمتع البشري عامة والمسلمون خاصة بحاجة ماسّة إلى الأسواق المالية وتنظيمها وضبطها لسد

الحاجات العامة في الاستثمار¹. ولقد تعددت واختلفت تعريف السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين، إلا أن أغلبهم انطلقوا من التعريف الاصطلاحي للسوق المالية التقليدية (الوضعية)، وحاولوا إسقاط الضوابط الشرعية على هذا التعريف، وفيما يلي أهم التعاريف للسوق المالية الإسلامية:

التعريف الأول: " سوق منظّمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة"².

التعريف الثاني: " سوق منظمة تنعقد في مكان معيّن وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيّعا وشراء لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"³.

التعريف الثالث: " للسوق المالية معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة أجهالها القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإنّ السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإمّا في معاملات محددة، ومن هنا فإنّ مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية"⁴.

التعريف الرابع: " ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعّالة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي"⁵.

التعريف الخامس: " أمّا سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة وحقوق للمتعاملين وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين."⁶

¹ محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات عمان - الأردن ، دار النفائس الطبعة الثانية 2009.، ص 75

² أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، عمان: دار الكتاب الثقافي، 2008، ص 19

³ محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كمال للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1995، ص 24

⁴ كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى ، السعودية، 2005، ص 3

⁵ رائد نصري أبو مؤنس، شوشان خديجة، شروط اعتبار السوق المالي سوق اسلاميا، مجلة دراسات، ص 3 على الرابط :

www.researchgate.net/publication/329759742

⁶ محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، 2011،

التعريف السادس: " هو الاطار القانوني المنظم للسوق الذي يتم فيه تحويل وانتقال الأموال من الجهات التي لديها فوائض مالية إلى الجهة التي لديها حاجة مالية، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات مالية ذات طابع اسلامي من خلال إبرام معاملات مالية في شكل منظم، ومتفق عليه بين الاطراف المتعاملة بناء على ما تنص عليه قواعد وقيم الشريعة الاسلامية.¹"

التعريف السابع: " السوق المالية الاسلامية هي التي يمكن أن تتداول فيها الادوات المالية من الاسهم والصكوك الاسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الاسلامية".²

ومن خلال استعراضنا لمختلف المفاهيم المتعلقة بالسوق المالي الاسلامي نلاحظ أنّها تستند في أحكامها على مبادئ الشريعة الإسلامية، وبناء على التعريفات السابقة يمكن تعريف السوق المالية الاسلامية على أنّها: المجال الذي ينظم التدفقات الرأسمالية بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي بضبطها بالاطار الشرعي ومنع التعاملات المحرمة تحت اشراف هيئة متخصصة توكل لها مهمة الرقابة الشرعية للسوق، من خلال ضبط إصدار وتداول الأدوات المالية فيه والتنظيم الشرعي والقانوني للصفقات المبرمة داخل السوق.

وقد اهتم أغلب القائمين على الأسواق المالية في الدول الاسلامية بفكرة إقامة سوق مالي اسلامي، خاصة مجمع الفقه الاسلامي الذي تطرق في دورات عديدة من اجتماعاته إلى مسألة السوق المالية الاسلامية وذلك تماشياً مع التطور الذي عرفته الاسواق المالية المعاصرة، فنجد من خلال هذه الاجتماعات حاول إعطاء مفهوم للسوق المالية وضبط نشاطها بما يتوافق والشريعة الاسلامية، وذلك محاولة منه لإيجاد بديل للمعاملات المحرمة في اسواق السلع والعملات الأجنبية، وفي هذا الاطار تقرر خلال اجتماعات المجمع إقامة سوق مالية اسلامية حيث جاء في القرار 63(7/1) بشأن الأسواق المالية³: " البديل الشرعي للمعاملات المحرمة في السلع والعملات: ينبغي تنظيم سوق اسلامية للسلع والعملات على أساس المعاملات الشرعية وبخاصة بيع السلم، الصرف، والوعد بالبيع في وقت آجل والاستصناع، وغيرها، ويرى المجمع ضرورة القيام بدراسة وافية لشروط هذه البدائل وطرائق تطبيقها في سوق اسلامية منظمة".

¹ شريفي براهيم، بشنودة رفيق، آليات تجسيد السوق المالي الاسلامي لمواجهة تحديات البيئة المالية المعاصرة، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي

نور البشير بالبيض، المجلد الخامس، العدد الاول، 2019، ص 76

² كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية اسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 03

³ قرار رقم 63(7/1) بشأن الاسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الجزء الأول، العدد السابع، ص 73

الفرع الثاني: نشأة السوق المالية الإسلامية

جاءت عدّة ندوات لإقامة سوق مالية إسلامية تماشياً مع التطور الذي عرفته الأسواق المالية العالمية، فظهرت أفكار بعض منظري الاقتصاد الإسلامي لإقامة سوق مالية إسلامية تتوافق وخصوصية المجتمع الإسلامي، خاصة بعد تعرض الأسواق المالية لعدّة نكبات من جراء التعاملات غير المضبوطة وسيطرة الفكر الرأسمالي على آلية عمل السوق المالي، وأول من دعا لإقامة سوق مالي إسلامي بشكل رسمي الدكتور سامي حمود¹: وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس 1984 حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ)، واقترح فكرة انشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المراجحة وتكون اسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والارباح المستحقة.

وقد تمّ وفقاً لذلك إصدار قرار من طرف وزير التجارة البحريني تحت رقم 86/17، وتجسدت بذلك فكرة تأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، وشركة الأمين للأوراق المالية سنة 1987. ثم توالى الدعوات بعد ذلك لإقامة سوق مالية إسلامية خاصة على مستوى اجتماعات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الذي دعا إلى ضرورة إقامة سوق مالية إسلامية خلال مؤتمره الثامن بدار السلام سنة 1993، وبعد سلسلة من الندوات والمؤتمرات صدر في هذا الاطار قرار مهم تحت رقم 84(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية، ثم جاء التجسيد العملي لفكرة هذه السوق بإنشاء السوق المالية العالمية في البحرين وفقاً لقانون مشترك، سمي في أول الامر بسوق البحرين - ماليزيا. ثم تواصلت الندوات والمؤتمرات والدعوات الأخرى التي تدعو إلى التنظير لإقامة هذه السوق المالية المنشودة ومن بين تلك المؤتمرات، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية - معالم الواقع وآفاق المستقبل الذي عقد خلال الفترة من السابع إلى التاسع من ربيع الآخر 1426 الموافق للخامس عشر إلى السابع عشر من ماي 2005، بتنظيم من كلية الشريعة والقانون بجامعة الامارات العربية المتحدة وغرفة التجارة وصناعة دبي وقد صدر عن المؤتمر عدة توصيات هامة تتعلق بالبنوك والمؤسسات

¹ محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 122

المالية الإسلامية، وقد بحث المؤتمر الأدوات الإسلامية وضرورة دعم المؤسسات المالية الإسلامية القائمة، ثم أصدر عدّة توصيات، حيث كانت التوصية التاسعة من توصياته تنص على أنه " ينبه المؤتمر ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية ذات أغراض وأنشطة مشروعة تكون الأولوية فيها للشركات الموجودة في الدول الإسلامية"¹.

الفرع الثالث: أقسام الأسواق المالية الإسلامية

السوق المالية الإسلامية كمنظيرتها من الأسواق التقليدية يمكن أن تقسم حسب الأدوات المالية المتداولة فيها أو حسب الإصدار والتداول، أما حسب الأدوات المتداولة فنمیز فيها سوق النقد الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي، وحسب الإصدار والتداول فتقسم إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

هذا التقسيم وإن بدا شبيهاً بالأسواق المالية الربوية (التقليدية) من حيث المبدأ، إلا أن أقسام السوق المالية الإسلامية لها خصوصيتها، سنتطرق لتبيان هذه الخصوصية بالتفصيل فيما يأتي:

أولاً- أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها:

يمكن تصنيف السوق المالية من حيث الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:²

1- سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية وسنوضح فيما يلي مفهوم وأهمية هذه السوق:

أ- مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: كما أشرنا إليه من قبل أن السوق المالية الإسلامية لم توجد بذاتها وإنما هو محاولة لضبط سوق موجود من قبل وهي السوق التقليدية، وبما أن السوق النقدي في الاقتصاد التقليدي هو أحد مكونات السوق المالية، فإن سوق النقد الإسلامي هو كذلك أحد مكونات السوق المالية الإسلامية. وقد عرفت السوق النقدية في الاقتصاد التقليدي بأنها " سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية السنة الواحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض القصيرة الأجل"³.

¹ زعير محمد عبد الحكيم، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي العدد 29، 2005، ص 1

² شافية كتاف، دور الأسواق المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية-

أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2013/2014، ص 11

³ محفوظ جبار، البورصة و موقعها من اسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 65

وبالتالي فإنّ السوق النقدية يتم فيها إصدار وتداول رؤوس الاموال القصيرة الاجل في شكل أوراق تجارية، قروض، كييمالات، سندات إذنية وكل الأدوات المالية التي يتم اصدارها بأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، بحيث أن اصدار وتداول هذه الأدوات يتطلب تدخل مجموعة من الأجهزة متمثلة في جميع مؤسسات الجهاز المصرفي(البنك المركزي ومختلف البنوك التجارية)، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين، الخزينة العمومية، صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد... الخ.

تعتبر الأدوات المتداولة في السوق النقدية من بين الأدوات المالية التي تتمتع بسيولة عالية، بحيث يمكن بيعها بسهولة وتحصيل قيمتها في ظرف قصير فهي بذلك سريعة التسييل اذا احتاج مالکها قيمتها نقدا، أمّا من ناحية نسبة المخاطرة هي أقل خطرا من الأدوات المتداولة في سوق رأس المال. وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلكس، الفاكس وغيرها¹.

وتجدر الإشارة إلى أن وجود سوق نقدية منظمة ومتطورة ضروري ومهم جدًا بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضا بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية، تتمثل في أنّها تعتبر مصدر للتمويل قصير الأجل، حيث أنّها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة².

من بين أهم مؤسسات السوق النقدية نجد المصارف التجارية والمصارف المركزية، حيث يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنّها تعتبر منفذا لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتا مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أمّا بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعا للسياسة النقدية التي يقوم بها³.

¹ مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 64

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الاطار النظري و التطبيقات العملية، دار وائل، الاردن، 2006، ص 197

³ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 12

بالنظر لما تقدم من تعريف للسوق النقدي تظهر الأهمية الكبيرة التي تتمتع بها الأسواق النقدية بالنسبة للسوق المالي خاصة وللاقتصاد ككل عامة، لذا فإنه من المهم للنظام المصرفي والمالي الإسلامي الاستفادة من المزايا والفوائد التي يوفرها السوق النقدي، إلا أنه كما هو معروف فإن أغلب أدوات السوق النقدي التقليدي التي يتم التعامل بها هي أدوات قائمة على الفائدة المحرمة شرعا، وعليه فإن هذه الأدوات تشكل تحفظا للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، لذا وجب على المصارف الإسلامية الاجتهاد لإيجاد أدوات نقدية خالية من المحظورات الشرعية كالتى تتضمن التعامل بالفوائد الربوية أخذا وعطاء، ولا بد من تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل تؤدي نفس الوظائف التي تؤديها الأدوات التقليدية ولا تتضمن عمليات بيع الدين المحرمة شرعا.

إن تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل يفرض على القائمين الابتعاد عن علاقة الدائنية والمديونية، في المقابل يجب مراعاة الموازنة بين إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية ولهذا لم تكن فكرة تطوير هذه الأدوات بالأمر السهل تطبيقه على أرض الواقع، ومن بين ما توصلت إليه المؤسسات المالية الإسلامية في هذا المجال نجد الصكوك، حيث تعرف الصكوك حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"¹.

تعتبر الصكوك من أشهر بدائل أدوات سوق النقد التقليدية، والتي تعتبر بديلا للسندات القائمة على الفائدة، والصكوك عبارة عن أدوات ملكية ولكن قصيرة الأجل صممت لتلبية احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

ب- أنواع الادوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في السوق النقدية: تتعدد المجالات التي من

الممكن أن تكون محلا جيدا لاستصدار الصكوك، و يمكن توضيح هذه المجالات فيمايلي²:

¹ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص288

² قاسمي عبد الغني، أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل للهندسة المالية الإسلامية، ص04 على الرابط:

<https://www.academia.edu/241154> بتصرف

أولاً- صكوك الصناديق الاستثمارية: يعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عند الاكتتاب في صكوك بغرض استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الاصدار، وقد تصدر الصناديق بأجال وأحجام معيّنة (الصناديق المغلقة)، او بأجال وأحجام غير محددة (صناديق مفتوحة).
الصناديق المفتوحة تُكيّف شرعا على أساس صيغة المضاربة المقيدة وهذه تمثل الصيغة الأم لكل انواع الصكوك الاخرى التي يتم تداولها في سوق النقد الاسلامي.

ثانياً- صكوك الاجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم اصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معيّنة كالمباني والمعدات والآلات وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملةها فرصة الحصول على دخل الإيجار كُلاً بمقدار مساهمته¹.

ثالثاً- صكوك المقارضة: صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال ويسمى رب المال، بينما يقدم الآخر العمل على أن يتم تقسيم الارباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب يتراضى عليها الطرفان ابتداء وفي مجلس العقد وهي بذلك تختلف عن الربا في كون العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال و إنما نسبة من الارباح وبالتالي فهي غير متغيرة وقد لا تتحقق.

خصائص صكوك المقارضة:

- 1- تعتبر أداة مناسبة لاستدراك المال قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الاصدار.
- 2- تمثل صكوك المقارضة حصصا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجد)، وبصورة غير محددة ابتداء وبحسب مساهمات حملة صكوك المختلفة.
- 3- قابلة للتداول طالما هي تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير منافع للشرع ، وتطبق عند التداول الأحكام التالية:

أ- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب مازال نقود فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الاسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 2005، ص 22

ب- إذا أصبح مال المضاربة ديونا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

ت- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المتراضي عليه.

رابعاً- صكوك المشاركة: صكوك المشاركة تعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائزة شرعا، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة ولكن الاختلاف الاساسي يتمثل في أن صكوك المضاربة أن المال كله من طرف، بينما صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة.

خامساً- صكوك المراجحة: المراجحة كصيغة اسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يعطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلا) والمشتري.

يتم اصدار صكوك المراجحة في السوق الأولي أمّا تداولها في السوق الثانوي مخالف للشريعة، لأن بيع المراجحة قد يكون مؤجلا وبالتالي فإنه يعتبر دينا وبيع الدين لا يجوز باتفاق الفقهاء.

2- سوق رأس المال الاسلامي : قبل التطرق إلى تعريف سوق رأس المال الاسلامي فلا بأس أن نُذكر بتعريف سوق رأس المال التقليدي حتى يتمكن القارئ من استيعاب مفهوم سوق رأس المال الاسلامي بطريقة واضحة.

فسوق رأس المال التقليدي يطلق بصفة عامة على المجال الذي يتم من خلاله عقد صفقات طويلة الأجل، إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، فمن خلال هذا السوق يتم إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم، السندات والقروض... الخ. وإذا درسنا مختلف التعاريف التي تطرقت إلى تعريف سوق رأس المال فنجد أن البعض يعرفه بشكل واسع إذ يشمل جميع الصفقات ذات الآجال الطويلة، ويعرفه البعض الآخر بشكل الضيق ويقتصر في ذلك على سوق الاوراق المالية (البورصة).

أمّا المفهوم الواسع لسوق رأس المال فيعرّف بأنه: "الاطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطلبين أو المقرضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين"¹.

أما التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال فيقتصر على السوق المنظمة للأسهم والسندات وهو ما يعرف بسوق الأوراق المالية (البورصة)، وفيها يتم التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد².

2-أ- مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي:

يعد سوق رأس المال ضرورة عصرية ومطلبا حيويًا لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سمّي كذلك إلا لكونه: "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة، لكنه وبحالته الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصة والرسمية، واستثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل وذلك على نحو تجيزه الشريعة الإسلامية"³.

وقد تطرقت هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تعريف سوق رأس المال الإسلامي من خلال وصفه بأنه: "السوق الذي يتيح فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتاحة فيه تلتزم التزاماً كاملاً بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث أنها تجتنب التعامل في الأنشطة المحرمة شرعاً مثل التعامل بالربا والغرر والمقامرة وما شابه ذلك"⁴.

ويعتبر إقامة سوق رأس مال إسلامي ضروري، وهذا للأهمية البالغة التي يوليها المتعاملين فيه والتي تكمن في:

¹ محمد البناء، أسواق النقد و المال، زهران الشرق، مصر، 1996، ص 16

² شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، 2002، ص 31

³ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 17

⁴ Securities commission of Malaysia, islamic capital market in Malaysia, 2004, p 01

- تسهيل عملية تجميع المدخرات وتعبئة الموارد من أصحاب الفوائض المالية الباحثين عن الاستثمار الاسلامي الخالي من المخالفات الشرعية.
- توجيه المدخرات المالية نحو تمويل الانشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية.
- استقطاب الفوائض المالية العاطلة التي هي بحوزة الفئة المتحفظة من الاستثمار في السوق المالي التقليدي والاستفادة من دمجها في السوق المالي.
- كسب المزيد من المستثمرين الراغبين في الاستثمار في بيئة مالية تعمل في إطار ضوابط وأحكام الشريعة الاسلامية والمبنية على الثقة بين المتعاملين.
- ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين في الاستثمار الحريصين على التقيّد بضوابط سوق رأس المال الاسلامي، والتأكد أن العمليات التي تجري في سوق رأس المال الاسلامي تقوم على الالتزام الشرعي، أوصت هيئة الاوراق المالية بأن: "تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الاسلامية"¹.

ثانيا- أنواع الاسواق المالية من حسب الاصدار والتداول: ونمّيّز فيها السوق الأولى والسوق الثانوي

- 1- السوق الاولي: تعتبر السوق الأولى محطة مهمّة ودعامة رئيسية لإنشاء السوق المالي عموما والسوق المالي الاسلامي بصفة خاصة.
- 1- أ- مفهوم السوق الأولى: ويسمى أيضا بسوق الاصدارات الجديدة أي السوق الذي تصدر فيه الاوراق المالية لأول مرّة لغرض استقطاب الأموال التي يحتاجها مصدر هذه الاوراق لتمويل مشاريعهم الاستثمارية المختلفة، أو مواجهة النفقات الضرورية، ويلجأ الأفراد والمؤسسات للاكتتاب في هذه الاوراق، سواء كانت هذه الإصدارات أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها والذي قد يكون خاصا أي يقتصر على المساهمين المؤسسين، أو يكون عاما وذلك بتخصيص جزء من الاصدار أو كله وطرحه للجمهور للاكتتاب فيه.

¹ Securities commission of Malaysia, understanding the islamic capital market concept,2004, p 03

السوق الأولي يمثل وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجة لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) و بين مقدمي الأموال (المدخرين)¹.

تعتبر المصارف الاسلامية من أهم المؤسسات التي يتركز عليها نشاط السوق الاولي وذلك من خلال وظائفها الاساسية التي تقوم بها، والدور الهام الذي تتميز به كدعامة لتنشيط عمل السوق الاولي من خلال:

1- ب- دور المصارف الاسلامية في عملية الاكتتاب: للمصارف الاسلامية دور أساسي في عملية اكتتاب الاوراق المالية وخاصة خلال مرحلة تصريف الاصدارات الجديدة من الاوراق المالية، وذلك لقيامها بالوظائف التالية:

1- تقديم التوجيهات والنصائح: تلجأ الشركات والهيئات التي هي بصدد القيام بعملية إصدار أوراق مالية إسلامية للمصارف الاسلامية المتخصصة في ذلك، لطلب توجيهات ونصائح باعتبارها تمتلك الخبرة في هذا العمل، وهي بهذا تقوم بوظيفة السمسار من خلال ابداء الرأي في:

- **توقيت عرض الاوراق المالية:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الاوراق المالية².

- **الجوانب القانونية والشرعية للإصدار:** دراسة الجوانب الشرعية والقانونية للورقة المالية والتأكد من خلوها من المخالفات الشرعية والتشوهات القانونية من خلال عرضها على هيئة الرقابة الشرعية والقانونية.

- **نوعية الورقة المالية المعروضة:** من خلال دراسة الهيكل المالي للجهة التي ترغب في الاصدار والظروف السائدة في السوق المالي، يمكن للبنوك الاسلامية أن تساعد في اختيار الورقة المالية الملائمة لظروف الاصدار.

- **سعر الورقة المالية المصدرة:** يوظف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتمكن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الافضل والانسب للطرفين³.

¹ كشاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 18

² السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الاسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص 219

³ عبد النافع الزرري، غازي فرح، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، الاردن، 2000، ص 108

2- التكفل بالاجراءات الادراية المتعلقة بعملية الاصدار: تتطلب عملية اصدار اوراق مالية جديدة تحضير ملف خاص بذلك يتكون من مجموعة من الوثائق، لذلك نجد ان المصارف الاسلامية تقوم بمساعدة الشركات المصدرة في تجميع هذه الوثائق وتحويلها الى هيئة البورصة مرفوقة بطلب تسجيل موجه إلى لجنة الاوراق المالية المخول لها قانونا التأكد من البيانات المسجلة بالطلب (الغرض من الاصدار، السعر المعروض للجمهور، ومجموعة من الوثائق المحاسبة الخاصة بالشركة المعنية تحددتها لجنة الاوراق المالية)، ثم يتابع المصرف سمسار الشركة العملية إلى غاية صدور الرأي النهائي المتعلق بطلب الموافقة على الاصدار، وبعد الحصول على الموافقة يتكفل المصرف بتزويد المستثمرين المحتملين بصورة من بيانات الشركة المعتمدة من طرف هيئة البورصة.

3- الاككتاب في الاوراق المالية: بعد الحصول على الترخيص بالإصدار من هيئة البورصة تبدأ عملية الاككتاب في الاوراق المالية والتي يقوم بها المصرف الاسلامي من خلال مايلي:

- القيام بعملية التسويق وترويج الاككتاب: تبدأ عملية الاككتاب في الاوراق المالية الاسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولى المصرف الاسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاككتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدّة طرق، كاللوحات الاعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الاذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات،.... إلخ¹.

- إصدار شهادات الاكتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة².

- التعهد بتغطية الاصدار: يقوم المصرف الاسلامي بعملية الاكتاب في الاوراق المالية الاسلامية بصفته وكيلًا عن الجهة المصدرة³.

4- بيع وتوزيع الاوراق المالية الاسلامية: وهي آخر عملية في اجراءات الإصدار، يتم من خلاله استلام ثمن الاوراق المالية وتسليم الاوراق إلى مشتريها وبالتالي تنتقل بموجب ذلك ملكية الأوراق المالية إلى جمهور المكتتبين.

¹عاشور عبد الجواد عبد المطلب، دور البنوك في خدمة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص 22

²سيد طه بدوي، عمليات بورصة الاوراق المالية الفورية والآجلة من الوجة القانونية، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 135

³كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 19

2- السوق الثانوي: هو السوق الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي وتم الاكتتاب فيها أو تداول أوراق مالية سبق شراؤها، ومن خلال هذا السوق يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة والذي قام بشراء الأسهم من السوق الأولي أن يبيع نصيبه في الشركة أو جزء منه، كما يستطيع حامل السند الذي يعتبر مقرضا للشركة أن يبيع ما يملك من سندات في هذا السوق، فالسوق الثانوي هو سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يقصده المتعاملين فيه لغرض تحقيق أرباح الناتجة من فروق الاسعار.

السوق الثانوي هو عبارة عن سوق يتم من خلاله إعادة بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولي حيث يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الاسهم من السوق الأولي) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه، من خلال بيع هذه الاسهم أو جزء منها، كما يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السندات من السوق الأولي) أن يبيع دينه أو جزء منه، من خلال بيع هذه السندات أو جزء منها، وبالتالي هو سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليه المتعاملين لغرض تحقيق الربح من فروق الاسعار(الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع)، بشراء الورقة المالية بهدف إعادة بيعها عند ارتفاع سعرها في السوق¹.

تجدر الإشارة إلى وجود تكامل بين السوق الأولي والسوق الثانوي، حيث لا يمكن لأي عون اقتصادي أن يشتري أوراقا مالية إلا إذا كان لديه ضمان لإمكانية بيعها في حالة احتياجه للسيولة، كما لا يمكن وجود سوق ثانوي من دون سوق أولي، لكن ليس هناك معنى لوجود السوق الأولي من دون السوق الثانوي، بمعنى إذا اشترى الاعوان أوراقا لا يمكنهم إعادة بيعها قبل الآجال المحددة، بالتالي لا يقدمون على الشراء، من هنا تبرز أهمية كل قسم من أقسام السوق المالي ليكمل الآخر ويحقق هدف المتعاملين في السوق المالي².

هذا بالنسبة للمعنى العام للسوق الثانوي، أما بالنسبة للسوق الثانوي الاسلامي فهو يركز على نفس الاجراءات إلا أنّها مضبوطة بالجانب الشرعي سواء إذا تعلق الامر بالسوق الأولي أم بالسوق الثانوي، بالنسبة للإصدار لأول مرة أو بالنسبة لإجراءات تداول الأوراق المالية.

¹مبارك بن سليمان بل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 08

²شريفى براهم، بشنودة رفيق، آليات تجسيد السوق المالي الاسلامي لمواجهة تحديات البيئة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 77

2-أ- تعريف السوق الثانوي الاسلامي (سوق الاوراق المالية الاسلامية): يمكن أن يعرف السوق الثانوي الاسلامي من خلال التعريف التالي: "هي سوق التي تصدر فيها الأوراق المالية السليمة للشركات التي تتعامل وفق ضوابط الشريعة الاسلامية وذلك بقيمة اسمية محددة ليتم تداولها بين المتعاملين بالقيمة السوقية بيعا وشراء، ووفق لضوابط شرعية على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية المباشرة التي ينساب عن طريقها المال الحلال، بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وهيئتها للمجالات الاستثمارية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة، والتي يكون الاقتصاد فيها بحاجة إليها لتطوير البنية الاقتصادية للمجتمع الاسلامي وضمان المحافظة على عنصر السيولة فيه¹.

المطلب الثاني: أهمية و خصائص السوق المالية الاسلامية ودواعي إنشائها

الفرع الاول-أهمية السوق المالية الاسلامية

إن التطور الذي شهدته الأسواق المالية الاسلامية في السنوات الأخيرة وتزايد حجم المعاملات فيها بشكل هام، أثبت أنه أصبح لهذه الأسواق أهمية لا غنى عنها في عالم الاقتصاد والمال، تؤدي السوق المالية الاسلامية اليوم دورا هاما في تنشيط المعاملات المالية المعاصرة، واستطاعت أن تدر سيولة بالغة، ويشهد على هذا جملة الاحصائيات المالية المتوافرة، وكذلك اتساع سوق الصكوك الاسلامية في العالم كله².

ونظرا لان المجمع الفقهي الاسلامي الدولي أولى اهتمام بالغا بالأسواق المالية، فلم يفوت سانحة إلا وذكر بأهمية السوق المالية الاسلامية وأولائها عنايته، وقد جسّد هذا الاهتمام فيما نصه في قراره بشأن تطبيقات شرعية لإقامة سوق مالية اسلامية بمايلي: "حيث ذكر بأنّها الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الاسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتكافل والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية"³.

بالإضافة إلى ذلك شدّد المجمع الفقهي على العمل لبلورة سبل إنشاء سوق مالية حقيقية، والاعتكاف على تحديد الضروريات اللازمة لقيامها بشكل يتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية بالتوازي مع العمل على تفادي الآثار التي قد تُخلّفها حدّة المنافسة التي تفرضها السوق المالية التقليدية.

¹ زرزور براهيمى، حفيظ عبد الحميد، تطور نشاط سوق الاوراق المالية الإسلامية، مجلة الاصلاحات الاقتصادية و الاندماج في الاقتصاد الدولي، ص 159

² محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 124

³ قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الاسلامية، مجلة المجمع الفقهي، قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي: الدورات 2-24 القرارات 1-238، الإصدار الرابع 2020 ص 234-235

إن الحرص الذي تبناه المجمع الفقهي الإسلامي الدولي على ضرورة إنشاء وتطوير السوق المالي الإسلامية لم يكن نابع من الفراغ، بل لوجود فوائد وأهمية مَرَجُوة من ذلك، والتي يمكن إجمالها في مجموعة من النقاط منها¹:

1- أنها تعتبر وعاءً استثمارياً لتشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولإحتضان الأدوات والأوراق المالية الإسلامية.

2- أنها تُدِرّ سيولة مهمّة: ومن ذلك ما تدره سوق الصكوك (السندات الإسلامية) حتى وصل عائد تلك الاستثمارات إلى ما يقارب بليون دولار.

3- كما تتجلى أهمية السوق المالية الإسلامية في أهميّة سوق رأس المال الإسلامية من خلال ما يمكن أن تقدمه من خدمات للبنوك الإسلامية والتي تتمثل خاصة في²:

- إن نجاح البنوك الإسلامية في تعبئة الموارد وجذب الاموال عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية (أي تحقيق السوق الاولية)، يتطلب إيجاد سوق ثانوية لتتكامل مع هذه السوق، ولتكون بمثابة الرئة التي تتنفس بها هذه البنوك، حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه السوق، وتمتص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة.

- إن وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدخرات وإعادة توطین الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال.

فالبرغم من أنّ دول العالم الإسلامي معظمها مثقل بالديون إلاّ القليل منها حيث تعتبر - بالرغم من ديونها الهائلة- دائنة بما لها من موجودات خارجية تفوق ما عليها من ديون والتي تمثل نسبة 75% من مجموع هذه الموجودات لدى الغرب، كما ان بعض البنوك التقليدية استطاعت بوسائلها الخاصة امتصاص ما يزيد عن 5 ملايين دولار من سيولة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

وتشير إحدى الدراسات إلى أن الاستثمارات العربية الخليجية لوحدها في الغرب تقدر بأكثر من 700 مليار دولار¹. ولهذا فإنّ إعادة توطین هذه الاموال المتواجدة خارج البلدان الإسلامية أصبح ضرورة ملحة، وللوصول

¹ محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 125

² مهري عبد الملك، إنشاء السوق المالية الإسلامية كركيزة في تعزيز وتطوير مكانة النظام المصرفي الإسلامي، مجلة اقتصادية معاصرة، جامعة المسيلة، ص 27

إلى ذلك يجب أن تتظافر جهود الحكومات ومؤسسات التمويل الإسلامي لرسم استراتيجية خاصة بذلك لجلب تلك الأموال من خلال سن قوانين وتشريعات، بالإضافة إلى اقرار تسهيلات وبعث تحفيزات من أجل استقطاب رؤوس الأموال المهاجرة ودمجها في السوق المالية الإسلامية، وهذا يتطلب إنشاء سوق مالي إسلامية حقيقية غير صورية تتمتع بدرجة ثقة عالية بين المتعاملين.

- وأخيرا يرى الخبراء بأن وجود سوق لرأس المال الإسلامي بأدواته ووسائله يجعل المقارنة الكاملة بين وسائل الإستثمار الإسلامية والوسائل المتاحة للبنوك التقليدية ممكنة وموضوعية، أمّا قبل وجود هذه السوق فإنّ المقارنة لا تكون منصفة ولا عادلة نظرا لعدم التكافؤ في الظروف والامكانيات².

- تعد السوق المالية الإسلامية عموما، وبورصة الاوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره، وزيادة عائداته وذلك بتنويع محافظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية³.

- تمثل السوق المالية الإسلامية أداة فعالة لتطهير الأموال من الفساد واستقطاب الأموال المكتسبة بطرق شرعية والتي يرغب أصحابها في استثمارها في تمويل المشاريع الحقيقية غير الوهمية، واجتناب المعاملات غير شرعية من مقامرة وغرر وربا والبيوع الصورية، الأمر الذي يدفع إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي زيادة حقيقية الناتجة عن ارتفاع الانتاج الفعال.

الفرع الثاني - خصائص السوق المالي الإسلامي

إنّ المناداة إلى إقامة سوق مالية إسلامية من قبل الفاعلين في الدول الإسلامية لم يكن رغبة لاستحداث جهاز مالي جديد بقدر ما هو انتفاضة في وجه المعاملات الربوية القائمة في الاسواق المالية التقليدية، ومحاولة لتجنب هذه المعاملات واستبدالها بأخرى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهكذا تبلورت المميزات

¹ محي الدين القرة الداغي، البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة و الخاصة، بحث مقدم ضمن : الندوة الفقهية الثالثة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، 1993

² سامي حسن حمود، المصارف الإسلامية و التنمية المتكاملة، بحث مقدم ضمن ملتقى الفكر الإسلامي الرابع و العشرون (الاقتصاد الإسلامي وتحقيق التنمية الشاملة)، الجزائر، 1990

³ رائد نصري أبو مؤنس، شوشان خديجة، مرجع سبق ذكره، ص 05

الخاصة بالأسواق المالية الإسلامية، فأصبحت للسوق المالية الإسلامية مميزات وخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، يمكن ذكر أهمّها فيما يلي:

1- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي، حتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة بحيث يجب إصدار أدوات مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية¹.

تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: "صكوك تمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح، يصدرها الشخص المستثمر بصفته مضاربا، أو يصدرها آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقود"².

وتعرف أيضا: "بأنها صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معيّن أو مشروعات متعددة، تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة، وتتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد"³.

ولكي يكون للسوق المالية الإسلامية أسس متينة تمكّنها من مسايرة التطورات الاقتصادية العالمية وتستطيع من خلالها منافسة الأسواق التقليدية خاصة في حالة وجود الأزمات، لابدّ من وجود أدوات مالية إسلامية خاصة بها يراعى فيها بعض الشروط والأحكام التي تسمح باستقطاب المزيد من المتعاملين من المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات بعيدة عن الأشكال التقليدية من أدوات الدين والمديونية، وتُولى فيها الأهمية لأدوات الملكية والمشاركة بالإضافة إلى أدوات المساهمة في المشاريع الاستثمارية.

2- خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحاذير الشرعية: قيام السوق المالية الإسلامية على أحكام الشريعة جعل خلوّ عملياتها من المحظورات الشرعية من أهم الخصائص التي تميّزها عن الأسواق

¹كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 30

²مُجد صبري هارون، أحكام الاسواق المالية (الاسهم و السندات) و ضوابط الانتفاع و التصرف بما في الفقه الاسلامي، دار الفنائس، الاردن، ص 301

³أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص251

التقليدية، ومن أهم ما يجب أن يتوخاه المتعاملون في السوق المالية الإسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، التدليس، القمار والميسر، بيع الدين... الخ.

ولذلك فإنّ السوق المالية الإسلامية لا تقيّد فيها إلاّ الشركات التي لا تتعامل بالمحرمات بيعا وشراء ولا بالفوائد أخذا وعطاء، أيّ أنّها سوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنّه يحظر التعامل أو المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً، مثل الخمر وما يأخذ حكمها، تجارة وصناعة لحوم الخنازير، الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهي والمراقص والنوادي الليلية، المصارف والمؤسسات المالية ذات النشاط الربوي... الخ¹، وفي هذا الإطار ناقش مجمع الفقهي الإسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة من 7-12 ذي القعدة 1412هـ الموافق لـ 9-14 ماي 1992م مسألة المساهمة في الشركات وجاء في قراره رقم 63(7/1) ما نصه²:

3- بما أن الأصل في المعاملات الحِلّ فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض مشروعة أمر جائز.

4- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

5- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

6- خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: من بين الأجهزة الخاصة التي تنفرد بها المؤسسات والهيئات المالية الإسلامية عن مثيلاتها من المؤسسات والهيئات المالية التقليدية هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد ركائز عمل المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، بحيث تتولى هذه الهيئات مراقبة عمل المؤسسات المالية ومدى التزامها بأحكام الشريعة، وبالتالي تمنعها من الانحراف عن الأسس التي قامت عليها.

¹ محمد إبراهيم أبو شادي، الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 579

² قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 63(7/1)، مجلة المجمع الفقهي، قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-238،

وللإحاطة بالمهام المنوطة بهيئات الرقابة الشرعية يكفي الإطلاع على بعض التعريفات التي ذكرت في ذلك، وبحيث عُرفت بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات"¹.

- وعُرفت أيضا بأنها: "هيئة للتأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى ملزمة لتلك المؤسسات"².

- ومن خلال التعريفين السابقين لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية يمكن تحديد المهام الرئيسية لهذه الهيئة، نذكر أغلبها فيما يلي:

- إن وجود هيئة للرقابة الشرعية بالأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، سيعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، لاطمئنانهم بأن جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة³.

- التأكد من التزام المؤسسات المالية الإسلامية بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها، وهذا بالإشراف على رقابتها لتصحيح التجاوزات التي قد تحدث عمدا أو سهوا، بالإضافة إلى توجيه نشاطات هذه الأسواق.

- بيان المعاملات المشروعة والمباحة التي تقوم بها المؤسسة وإقرارها، وتوضيح المخالفات والأخطاء التي قد ترتكبها وتنبهها لاجتنابها، مع العمل على إيجاد البديل الإسلامي المشروع للمعاملات المخالفة للشريعة، واستحداث صيغ استثمارية جديدة وشرعية⁴.

¹ أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بأحكام الشريعة"، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص 108

² محمد أمين علي قطان، "هيئات الرقابة الشرعية: اختيار أعضائها وضوابطها"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية الإسلامية، البحرين، 2008، ص 03

³ محمد زيدان، تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 18

⁴ كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 30

7- إعطاء نفس الاهتمام للسوقين الأولية والثانوية: تطرقنا من قبل إلى أقسام السوق المالية من حيث الإصدار والتداول وبيّنا مختلف خصائصهما، ومن خلال ذلك وضّحنا أن لهما دور متكامل بحيث أنّ الأوراق المالية التي تصدر أول مرة في السوق الأولي لا معنى لها إن لم يتم تداولها في السوق الثانوي، الذي يعتبر أكبر محفز على الإصدار بحيث كلما زادت كفاءة ونشاط السوق الثانوي زاد حجم الإصدار، كما أن السوق الأولي يعتبر أكبر مصدر للأوراق المالية الموجودة في التداول بالبورصة.

لذلك فإن السوق المالية الإسلامية هي سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية معا وبشكل متكافئ، على أساس أنّ معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدّة تمويلها للمشروعات المنتجة، كما تركز على حجم التداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرا هامًا لتقدير مدى كفاءة السوق المالية¹.

الفرع الثالث-دواعي إنشاء سوق مالي إسلامي

تعتبر حاجة العالم الإسلامي إلى إقامة سوق مالية إسلامية بضوابطها الشرعية، وبأدواتها المالية الخاصة بها والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من بين أهم الأسباب والمسوغات التي فرضت ضرورة إقامة هذه السوق، ويمكن ان نجمل أهم دواعي إقامة سوق مالية إسلامية محلية ودولية في الثمرات الآتية²:

- 1- أنّها تمثل مظلة لتنظيم وتداول الأدوات المالية وفقا لضوابط الشريعة، كما تلعب دور السوق النقدية لتداول الصكوك في مختلف الأدوات والصناديق الاستثمارية.
- 2- أنّها تمثل الوعاء الذي يستطيع المسلمون بواسطته استثمار أموالهم نحو المشروعات التنموية المنتجة.
- 3- تمكّن الأدوات المالية التي تطرحها هذه السوق من توزيع رأس المال إلى القطاعات الاقتصادية الفاعلة عبر صناديق متنوعة، وصكوك لتمويل العقارات والصناعة و البنى التحتية.
- 4- كما أن السوق المالية الإسلامية توفر البيئة المناسبة لتفعيل العلاقة بين كل القطاعات الاقتصادية.
- 5- توفر السوق المالية الإسلامية نقطة جذب هامة للاستثمارات الغربية، بسبب العوامل الهامة التي تتمتع بها السوق المالية الإسلامية من وفرة سكانية (ما يزيد عن مليار مسلم سكان العالم الإسلامي)، وكذلك توافر المواد الطبيعية، والقوة العاملة، والسوق الاستهلاكية، والشفافية التي تتمتع بها هذه السوق ومصادقيتها.

¹أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص 152

²مُجّد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 128

المطلب الثالث: نطاق عمل السوق المالية الإسلامية والأدوات المتداولة فيها السوق

الفرع الأول: نطاق عمل السوق المالية الإسلامية

قبل التطرق إلى طبيعة الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، يجب إشارة إلى موضوع مهم والذي من خلاله تمّ اعتماد هذه الأدوات كأدوات مقبولة شرعا من طرف هيئات الرقابة الشرعية والقانونية التي تجيز إصدار الأدوات المالية والتعامل بها من خلال توافيقها مع الأحكام الفقهية والضوابط القانونية، يتمثل هذا الموضوع في نطاق عمل السوق المالية والذي ينحصر في الإطار الذي لا يجب أن لا تنزاح عنه المعاملات المالية داخل السوق وفي ظل ما تقرره أحكام الشريعة الإسلامية، ولهذا تخضع كل معاملاتها وأدواتها للأحكام الفقهية بعكس السوق التقليدية التي تتعامل بحرية غير محدودة في مجال المعاملات والأدوات المتداولة فيها، ويشمل نطاق عمل السوق المالية الإسلامية مجموعة من المحاور تلتخص فيما يلي:

1- من حيث السلع والأدوات المالية المتداولة فيها: يمكن اعتماد وتداول كل الأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق المالية والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، كالأسهم وبضوابط معينة، البدائل الشرعية للأدوات التقليدية مثل الصكوك الإسلامية، وأما السلع فيجب أن تكون من ما يشرع المتاجرة فيه، بالإضافة عدم قبول دخول إلى السوق المالي الإسلامي الشركات التي تنشط في مجال إنتاج السلع المحرمة أو تتعامل بالغش والتدليس وكل ما يتنافى مع الأحكام الشرعية.

2- من حيث المتعاملين: يمكن تقسيم المتعاملين في هذه السوق إلى قسمين¹:

1- متعاملين من سماسة وشركات وساطة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، على سبيل المثال: هناك شركات وساطة مالية للأوراق المالية الإسلامية في بورصة دولة قطر مثلا وبورصات الخليج، توكلها البنوك والمصارف الإسلامية في البيع والشراء والتداول في مقصورة البورصة وكذلك يوكلها الأشخاص للقيام لهم بعمل السمسرة والبيع والشراء في البورصة، فهذه شركات مباحة، وهذه تعاملات طيبة.

¹ محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 132

2- شركات تقليدية أو سماسرة مرخص لهم في الاستثمار في البورصة، سواء كانت هذه البورصة بورصة إسلامية، أم أنّها بورصة تتعامل بالمعاملات التقليدية فيجوز أن تتعامل في السوق المالية الإسلامية، فيما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

3- من حيث أساليب وصور المعاملات: قد أشرنا من قبل إلى أن الأدوات المالية المقبولة في التداول يجب أن تتوافق مع الشريعة الإسلامية، إلا أنّ هذا لا يكفي بل يجب أن يخضع تداولها كذلك لأحكام الشريعة، أي أن التعامل في السوق المالية الإسلامية يجب أن يكون خاضعا للأحكام والضوابط الشرعية، بحيث يجب تجنب خلال العمليات المالية في البورصة كل الأساليب المنهي عنها شرعا ومن ذلك نذكر، الابتعاد عن الغش والخديعة والبيوع الفاسدة كالبيع بالهامش، البيع الصوري، بيع ما لم يُقبض، بيع الدين بالدين... إلخ.

الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية

بناء على خصائص الميزة للسوق المالي الإسلامي والتي يجب توفرها حتى يسمى السوق المالي سوق إسلاميا، فقد تم تحديد مجموعة من الأدوات المالية المسموح بالتعامل بها داخل السوق المالي الإسلامي من طرف القائمين على السوق، وتحت إشراف الهيئات الرقابية والشرعية والقانونية.

كما تمّ في السوق المالي الإسلامي اعتماد بعض الأدوات المالية التقليدية التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة، أمّا الأدوات الأخرى فقد عكفت مختلف الأجهزة المكوّنة للسوق المالي الإسلامي على إيجاد بديلا شرعيا لها، وانطلاقا من هنا يمكن تمييز مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية تتمثل في:

أولا- الأسهم: وتسمى أيضا الأسهم النقية ويقصد بها أسهم شركات المساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة، وذلك استنادا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي فصل في حكم المساهمة في الشركات على النحو التالي¹:

1- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أنشطة مشروعة أمر جائز.

2- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

¹نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 215

3- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا وبالمرحمت، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

ويرى فقهاء الشريعة الإسلامية بأن إصدار وتداول الأسهم جائز مع توفر الشروط الأتية¹:

- أن لا يكون مجال عمل الشركة وما تتعامل به من سلع وخدمات أو تجارة حلالا لا يخالطه الحرام.
- أن لا يقع في تداول الأسهم بيع ما ليس عند الانسان أو ربح ما لم يضمن، كأن يبيع شخص أسهما لم تدخل في حيازته بالفعل ولم يدفع ثمنها، وإنما قام بطلبها بالهاتف مثلا دون تنازل فعلي من صاحبها، ثم باعها بعد ذلك بسعر أعلى لشخص آخر.
- يجوز تداول الأسهم العادية، أما الممتازة التي توفر لصاحبها بعض الامتيازات كضمان نسبة من الربح أو أولوية الحصول على الحق أثناء التصفية ففيها مخالفة لقاعدة الغنم بالغرم فيجب التحرز في اقتنائها، أما إذا كان الامتياز هو حق التصويت خلافا عن الاسهم العادية فقد أجاز الكثير من الفقهاء ذلك.
- أما الأسهم لحاملها فلا يجوز إصدارها وتداولها حفاظا على الحقوق، لأنّ عدم كتابة إسم صاحب السهم يؤدي إلى عدم معرفة الشريك وبالتالي إلى النزاع والخصومة، وحتى من الناحية القانونية فإنّ بعض القوانين كالمصري والسوري والكويتي تمنع ذلك.

ثانيا- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: صناديق الاستثمار الإسلامية تعتبر من الآليات الحديثة المبتكرة، هدفها استقطاب أموال الأفراد والمؤسسات، ثم تأتي بعد ذلك عمليات تسمير هذه الأموال في اطار شرعي، وللوقوف على تعريف واف لصكوك صناديق الاستثمار فيجب توضيح مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ثم نقوم بتعريف صكوك هذه الصناديق:

1- **تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:** هي أوعية مالية تتولى جمع مدخرات المستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمار من خلال أساليب الاستثمار الإسلامية المتنوعة، وصولا إلى عوائد مناسبة وفق أحكام الشريعة الإسلامية².

¹مصطفى حسين سليمان و آخرون، المعاملات المالية في الاسلام، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 1990، ص 86

² عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية: مفهومها، خصائصها و احكامها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات بكلية الشريعة

والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة 6- 9 مارس 2007، ص 03

2- تعريف صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: يتم تحصيل رأس مال صندوق الاستثمار الإسلامي من خلال طرح صكوك الاستثمار وهي أوراق مالية تصدر بقيمة اسمية متساوية تمثل حصة نسبية في صافي أصول الصندوق، قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بالقيمة السوقية، يحق لأصحابها المشاركة في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق، بحسب عدد الوثائق المملوكة، إذ أن العلاقة بين إدارة الصندوق والمكتتبين في رأس المال قائمة على عقد المضاربة في الفقه الإسلامي، إذ يعتبر مدير الصندوق العامل أو المضارب، وحملة الصكوك في مجموعهم يمثلون رب المال¹.

ثالثاً- الصكوك الإسلامية

1- تعريف الصكوك الإسلامية: عرّفت الصكوك الإسلامية بعدة تعاريف تختلف في الألفاظ وتشارك في المعنى، نذكر منها مايلي:

تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في ضوء الاستثمار الإسلامي، بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله².

كما يمكن القول بأنّ الصكوك الإسلامية تمثل وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية على أساس المشاركة في الربح والخسارة مع الالتزام بالضوابط الشرعية³.

وتعرف أيضاً بأنها عبارة عن شهادات أو وثائق متساوية القيمة ناتجة عن تحويل الأصول الجائز تملكها شرعاً إلى أوراق مالية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات أو مشروع استثماري، و التي توفر السيولة اللازمة من خلال بيع هذه الأوراق المالية على أن يتحمل مشتريها خسارة غير محددة

¹ نورين بومدين ، مرجع سابق، ص 215

² المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007، ص 288.

³ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014، ص 28

النسبة أو أن يحصل على أرباح غير محددة النسبة، ويصبح الدائن من خلال ذلك يملك نقود سائلة بعدما كان ذا دين مؤجل¹.

2- أنواع الصكوك الإسلامية : يمكن احصاء عدّة أنواع من الصكوك الإسلامية سنذكر أغلبها فيمايلي²:

1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2- صكوك ملكية منافع الاعيان الموجودة: وهي أربعة أنواع

2-أ- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها، أو إعادة إيجارتها(في حالة منفعة عين موجودة)، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين أو منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2-ب- صكوك ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

2-ج- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين(كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

2-د- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة(كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

¹ صابر رشيد، نورين بومدين، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال الفترة 2008-2020، مجلة اقتصاديات شمال

افريقيا، المجلد رقم 18، العدد رقم 28، 2022، ص 172

² المعايير الشرعية، المعيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص 288-289 بتصرف

- 3- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
- 4- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.
- 5- **صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة محل المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.
- 6- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير لمشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم.
- 7- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.
- 8- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.
- 9- **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

المبحث الثاني: أساليب وأشكال التحول نحو سوق مالي إسلامي

عند متابعة بعض التجارب المتعلقة بكيفية التحول من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي، نجد طرق متباينة في ذلك في الدول التي باشرت هذه العملية، فمنها من اتبع التحول الجزئي أو التدريجي ومنها اتبع التحول الكلي ومنها ما كان مزيج بينهما، وقبل التطرق إلى أنواع وأساليب التحول فلا بد من التطرق إلى التعريف بالتحول.

المطلب الأول: مفهوم التحول ودوافعه

الفرع الأول- مفهوم التحول

التحوّل لغة هو الانتقال من حال إلى حال، أو هو تغيّر الشيء عن حاله، يقال تحول عن مكانه إذا انتقل عنه إلى غيره، مثل تحول من موضع إلى موضع، و يقال: تحول عن الشيء إذا زال¹.

التحول اصطلاحاً: الانتقال من وضع فاسد شرعاً إلى وضع صالح شرعاً².

ذلك أن غاية التحوّل من سوق مالي تقليدي الى سوق مالي اسلامي هو القضاء على المعاملات غير الشرعية التي تحدث في السوق وتعويضها بأخرى تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية، ويشمل التحوّل كافة الاطراف المتعاملة في السوق المالي بما في ذلك مكوّنات السوق وأركانه ونقصد بها جميع المؤسسات التي تشارك في عمليات الاصدار والتداول، من شركات مساهمة ومؤسسات و شركات وساطة مالية.

ويمكن التعرف الأكثر على التعريف الاصطلاحي للتحوّل من خلال ما ذكره بعضهم فيما يخص تحويل بورصة الاوراق المالية، بحيث يعرف التحوّل: " بأنه تغيير بورصة الاوراق 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 الاسلامية، دون التوقف عن العمل، وذلك من خلال التدرج، بحيث تصبح جميع أو أغلب أعمال البورصة وأنشطتها منسجمة وموائمة لقواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الاسلامية، وضمن مبدأ الاستطاعة العامة، مع الإبقاء على ما لا يخالف أحكام الشريعة من الأساليب والأنشطة التقليدية المعتادة"³.

الفرع الثاني- دوافع عملية التحوّل

ومن خلال التعريف الاصطلاحي لتحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، يمكن استنتاج مجموعة من الدوافع التي يُتخذ من أجلها قرار التحوّل، سواء كان ذلك على مستوى السوق المالي ككل

¹ لسان العرب لابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص 34

² سعود مجّد الربيعه، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، ط1، منشورات مركز المخطوطات، الكويت 1992، ص 15

³ مجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 128

أو على مستوى قسم من أقسامه، أو حتى على مستوى المؤسسات المالية التقليدية الراغبة في التحوّل للعمل وفق أحكام الشريعة، ويمكن تلخيص مجموعة دوافع التحول إلى دافعين رئيسين هما:

1- الرغبة في الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية: ويمثل هذا الدافع من الدوافع الرئيسية التي يتخذ على أساسه قرار التحوّل، والذي يعبر عن قناعة أصحاب القرار وإيمانهم بأن الأصلاح لحياة البشر هو التقيد بتعاليم الاسلام في كافة المجالات بما في ذلك المعاملات التي تُجرى في السوق المالي، والسعي لإيجاد حلول للأزمات والاختلالات التي أصبحت تشهدها الاسواق المالية التقليدية بسبب شيوع المعاملات الربوية والآثار الناتجة عن ذلك، بالإضافة الى رغبة أصحاب القرار في الدول الاسلامية لإقامة نموذج لسوق مالي يتماشى مع خصوصيات المجتمع الاسلامي وتقاليدته، يتم من خلاله استقطاب كافة رؤوس الاموال الاسلامية خاصة تلك التي بحوزة الفئة المتحفظة من الاستثمار في السوق المالي الربوي، للاستفادة منها في تمويل الاقتصاد وتحريك عجلة التنمية، وترسيخ الفكر التشاركي الذي يقوم عليه الاقتصاد الاسلامي.

2- السعي لتحقيق أرباح إضافية: إن الهدف التي تسعى إلى تحقيقه أي منشأة اقتصادية أو مالية من خلال تغيير أسلوب عملها وتنظيمها هو زيادة الأرباح وتعظيمها، وكذلك الامر ينطبق على تحويل السوق المالي للعمل وفق احكام الشريعة فإن الهدف منه هو السعي لزيادة الأرباح، وخلق فرص استثمارية جديدة خاصة من خلال تنشيط رؤوس الاموال العاطلة التي يتجنب أصحابها استثمارها في الاسواق الربوية، فكلما نجح السوق المالي في استقطاب رؤوس أموال بأحجام كبيرة كلما زادت امكانية زيادة الارباح، خاصة اذا توفرت متطلبات الاستثمار المالي، وفي هذا الاطار يمكن التمييز بين أمرين:

- السوق المالي الاسلامي يدفع بالمعاملين المتواجدين في السوق المالي المتحوّل بزيادة استثمارهم، وهذا لمعرفةهم الدقيقة بتفاصيل المعاملات المالية، وأن التحوّل للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية يفرض على اعضاء السوق التزام احكام الشرع الذي من شأنه ضمان حقوق المتعاملين والقضاء على المعاملات غير أخلاقية، بالإضافة إلى تدبّي حجم المخاطر للمنتجات المالية الاسلامية وبالتالي زيادة الاقبال على التعامل بها وهذا ما يثبتته واقع العمل المصرفي الاسلامي الذي تنامي بشكل كبير في السنوات الاخيرة.

- سيكون التحول عامل جذب للعملاء الجدد (المهمشين) الذين كانوا يناون بأنفسهم عن البورصة لما يرون في أعمالها من مخالفات ومقامرات لا تتفق وما يعتقدون، ولديهم من الموارد المجمدة عن الاستثمار، لكن يتوقع أن تكون موارد هذه الفئة من العملاء في متناول أعمال البورصة فيما لو تحولت للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن تصنيف هؤلاء العملاء الجدد على النحو التالي¹:

- عملاء (أفراد أو شركات): لا يُقبلون على شراء الأوراق المالية التقليدية عند إصدارها كالسندات أو الأسهم إذ لم تتوفر فيها شروط المشروعية، وحتى لو توفرت فيها شروط المشروعية فقد لا يرغبون بشرائها لما يعلمون من إجراء الصفقات الوهمية أو المقامرات على هذه الأصول دون علمهم.

- عملاء (شركات): لا يدرجون أصولهم المالية في البورصة لنفس الأسباب.

- عملاء (أفراد أو شركات): لا يشاركون في عمليات التداول والاستثمار في البورصة للأسباب السابقة.

وفي حال تم التحول وصحت التوقعات، فإنّ مجال الاستثمار داخل البورصة سينشط وترتفع معدلات العوائد، ومن المعلوم أن تفعيل السوق الأولية وزيادة عمليات الإدراج والتداول تناسب طردياً مع إضافة الأرباح إلى موارد البورصة.

ولكي يتم تحويل أي مؤسسة مالية تقليدية (باعتبارها أهم ركائز السوق المالي) للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، يجب تحقيق مجموعة من الضوابط من أجل الوصول بتلك المؤسسة إلى مؤسسة مالية إسلامية ناتجة عن تحول كامل الأركان والشروط، ولتوضيح هذه الضوابط سنقتصر على ذكر أهم أحكام تحويل مصرف ربوي إلى مصرف إسلامي، هذه الأحكام يمكن تعميمها على باقي مكونات السوق المالي إلا ما يمكن أن يستثنى من ذلك حسب خصوصية كل مؤسسة، أما الأحكام مجتمعة نجد أغلبها تنطبق على المصارف التقليدية.

ضبط أحكام تحويل المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي²:

1- لا يُدرج المصرف الربوي بين المصارف الإسلامية إلا إذا تحول تحوّلًا كليًا.

¹ مُجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 131

² وليد بن هادي، أصول ضبط المعاملات المعاصرة، الطبعة الأولى، بدون دار النشر، 2011، ص 278-279 بتصرف

- 2- يجب تعديل النظام الأساسي، وإعادة بناء هيكله المصرف الربوي وتكوين هيئة شرعية.
- 3- العمل على تعديل طريقة التعامل مع البنك المركزي، سواء في مجال الإيداع أو في الحصول على السيولة أو غير ذلك، وذلك بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية وبخاصة ما يتعلق بالتعامل الربوي.
- 4- يجب تصفية آثار العمليات التقليدية السابقة التي حصل بها البنك على موجودات نقدية في موارده مما التزم بفائدة عنه، سواء مع الأفراد أو البنوك أو البنك المركزي، وهذه التصفية تشمل شروط المبالغ المودعة في الحسابات، والأسهم الممتازة، والشهادات الاستثمارية بفائدة، وسندات القرض التي أصدرها البنك قبل قرار التحوّل.
- 5- يجب إيقاف طرق توظيف الأموال بالإقراض بفائدة، وإحلال صيغ الاستثمار والتمويل المشروعة محلها.
- 6- السعي ما أمكن إلى إنهاء القروض الربوية التي أقرضها البنك للغير قبل قرار التحوّل، سواء أكانت قصيرة الأجل أم طويلة الأجل، ثم تحويل أصل مبالغ القروض إلى تمويل متفق مع أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، وما لم يستطع المصرف إنجاءه فإنه يتخلص من فوائده، ومستند عدم إلزام البنك بالتخلص مما يتعلق بالفترات المالية لعام التحول من موجودات محرمة غير عينية أن الإدارة لا يمكنها تغيير ما يتعلق بفترات مالية سابقة، لأن مسؤولية الإدارة تنتهي بانتهائه، أما بالنسبة للمساهمين (أصحاب حقوق الملكية) فإنّ عليهم التخلص مما وُزِع عليهم من حقوق غير مشروعة، لأن إنتهاء مسؤولية الإدارة بانتهاء الفترة المالية غير وارد للمساهمين.
- 7- إذا كان البنك التقليدي تم تملكه بقصد تحويله إلى مصرف إسلامي، فلا يجب على الملاك الجدد التخلص من الفوائد والإيرادات المحرمة التي حصل عليها البنك قبل التملك.
- 8- إذا تحول البنك وكان بين موجوداته العينية بضائع محرمة فيجب عليه إتلافها، وإذا كان البنك قد باع شيئاً منها ولم يستوف أثمانها فإنه يستوفي أثمانها ويصرفها في وجوه الخير.

المطلب الثاني: أشكال التحول نحو سوق مالي اسلامي

بملاحظة التجارب العالمية لبعض الدول المتعلقة بتحويل سوقها المالي التقليدي إلى سوق مالي اسلامي، والتي اعتمدت في ذلك محاكاة بعض المؤسسات المالية خاصة البنوك منها في انتهاز طريقة للوصول إلى تحويل آمن وناجح، فتجربة تحويل السوق المالي التقليدي إلى سوق مالي اسلامي مستلهمة من سابقتها في مجال تحويل

البنوك الربوية إلى بنوك إسلامية، لذا نجد أن أغلب من تطرق إلى أشكال تحوّل الأسواق المالية ارتكز في ذلك دراسة أشكال التحوّل المطبقة في تجارب بعض البنوك المتحوّلة.

ويقصد بأشكال التحوّل، الطريقة النهائية التي تختارها هيئة سوق الأوراق المالية في تنفيذ عملية التحوّل للوصول إلى الشكل الذي قرّرت العمل من خلاله وفق أحكام الشريعة الإسلامية، و تتمثل في¹:

الفرع الأول- شكل التحوّل الجزئي: ويقصد به بأنه قرار باستحداث البورصة للأعمال والأنشطة المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديمها جنباً إلى جنب مع باقي الأعمال التقليدية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، ويعدّ تجنّب المزيد من التراجع السوّقي وتحقيق المزيد من الأرباح من أبرز دوافع هذا التحوّل، وتعدّ أسواق ماليزيا والسعودية والامارات العربية والبحرين وقطر وتركيا واندونيسيا أبرز الأسواق التي تسير على هذا الأسلوب، ولهذا الأسلوب شكلان أو صورتان:

- **نافذة تقليدية في بورصة إسلامية:** ويكون ذلك عند اتخاذ البورصة قراراً بتوفير الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، مع عدم تخليها عن تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية.

- **نافذة إسلامية في بورصة تقليدية:** ويكون ذلك إذا قررت بورصة الأوراق المالية التقليدية تقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تصميم نافذة بهذا الخصوص، مع استمرارها في تقديم الأعمال والأنشطة المعتادة، و بالتالي يمكن تصور أسلوب التحوّل الجزئي بقيام إدارة البورصة الراغبة بالتحوّل بتأسيس نافذة بشكلها الأوّلي، وبعد نجاح تجربة النموذج واكتساب الخبرة فيها تبدأ إدارة البورصة الانتقال من هذا الشكل إلى الشكل المتقدم عنه، إلى أن تعمم التجربة لتصل إلى الحدود التي رسمتها الإدارة لنفسها.

1-1- إيجابيات التحوّل الجزئي: إن قرار اللجوء إلى شكل التحول الجزئي يوفر عدّة مزايا للسوق المالي منها:

- عدم إحداث قطيعة بين سوق مالي تقليدي قائم وسوق مالي إسلامي مستهدف التحوّل إليه.

¹ أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17 العدد 26، 2021، ص

- توفير مزيج من الخدمات والمنتجات المالية التقليدية والاسلامية، وهنا تبقى الحرية للمتعاملين في إختيار ما يناسب تطلعاتهم وطموحاتهم، وهذا يكون خلال الفترة المرحلية للتحوّل التدريجي لسوق مالي اسلامي .

- المحافظة على الشركات التي تتعامل بأنشطة غير مشروعة وتنشط في مجال المعاملات التقليدية، الامر الذي يسمح باستمرارية نظام السوق ومكوناته بما في ذلك العامل البشري في انتظار اعادة رسكلته وتهيئته للتحديات القادمة.

- يسمح التحوّل الجزئي للإدارة باكتساب الخبرة اللازمة شيئا فشيئا تمنحها المعرفة اللازمة للتأقلم مع الوظائف الجديدة، الأمر الذي يسمح بالتحوّل السلس الذي من شأنه الحفاظ على وتيرة نمو السوق وعمقه.

1-2- سلبيات و عيوب التحوّل الجزئي:

- إيجاد بعض الصعوبات في كسب ثقة شريحة كبيرة من المجتمع في ظل تواجد البدائل التقليدية جنبا إلى جنب مع المنتجات والمعاملات الاسلامية.

- عدم القدرة على الاستفادة من ايجابيات شكل التحوّل الكلي¹.

- إيجاد صعوبة في الفصل بين الانشطة التقليدية والاسلامية في أغلب أقسام السوق، الوظيفية والإدارية والمالية.

الفرع الثاني- شكل التحوّل الكلي: ويتم في هذا النوع من التحوّل بإحلال جميع المنتجات والمعاملات التقليدية بأخرى تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية دون استثناء ولا تجزئة، وهذا بغض النظر عن الأسلوب المتبع للوصول إلى هذا الشكل من التحوّل، سواء كان فوريا أو مرحليا، وتعتبر فكرة نبد المعاملات المالية التقليدية وإلتزام الأحكام الشرعية أكبر المسوّغات التي تدعو إلى انتهاج هذا الشكل من التحوّل.

2-1- إيجابيات التحوّل الكلي:

- التخلص الكامل والنهائي من كل ما يخالف أحكام الشريعة والذي يعتبر الهدف الرئيسي من التحوّل.

- اكتساب ثقة شريحة واسعة من المجتمع وتحقيق المصادقية اللازمة لنجاح عملية التحوّل.

2-2- سلبيات التحوّل الكلي:

¹ نجد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 145

- خطر عدم التوفيق في الانتقال من وضع قائم إلى وضع جديد ومغاير من خلال أحداث قطيعة بين سوق تقليدي وآخر اسلامي.

- ضعف الجدوى الاقتصادية بسبب هشاشة الاقتصاد ككل وعدم استجابته لسياسات التغيير التي يمكن تطبيقها في أغلب الدول الاسلامية.

- اتخاذ قرار التحول كشعار ديني فقط دون توفير الارضية اللازمة لإقامة سوق مالي اسلامي يمكنه تعويض الوظائف الاساسية للسوق المالي التقليدي و ينافسها عمليا.

- عدم مرونة التشريعات في بعض الأحيان وانعدامها في أحيانا أخرى مما يصعب عملية ادراج وتداول الأصول المالية بين الأسواق الاقليمية والدولية.

المطلب الثالث: أساليب التحول نحو سوق مالي اسلامي

يقصد بأسلوب التحول الخطة التي ترسمها أو الطريقة التي تتبعها السلطات المكلفة بتنفيذ عملية تحويل السوق المالي، وذلك للوصول إلى الشكل الذي قررت العمل من خلاله بما يتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية، وبالتالي يختلف شكل التحول عن أسلوب التحول بحيث يعبر هذا الأخير عن الاستراتيجية والمنهجية الواجب اعتمادها للوصول إلى شكل من أشكال التحول المرغوب فيه، أما شكل التحول نعني به ذلك الإطار النهائي للسوق الذي يمكن تصوّره بميزاته وخصائصه في آخر مرحلة من مراحل التحول، بينما الأسلوب نعني به الكيفية التي يمكن من خلالها الوصول إلى الشكل النهائي للتحول.

نميز بين ثلاثة أنواع من الأساليب المعروفة في التجارب التي اعتمدت عملية تحويل أسواقها، سواء سوق الاوراق المالية أو السوق المالي ككل، نذكر هذه الأساليب فيمايلي:

الفرع الأول- أسلوب التحول الجزئي: وهو أسلوب نجده كثيرا في بورصة الأوراق المالية، من خلال ما تعتمد عليه هيئة السوق من الإجراءات لتطبيق المعاملات المالية، وهذا عن طريق فتح ما يعرف بالنافذ وقد نجد في هذا الاسلوب نافذة اسلامية في بورصة تقليدية، أو العكس نافذة تقليدية في بورصة اسلامية، ويتبع أسلوب التحول الشكل النهائي المراد الوصول إليه.

ففي حال قررت إدارة البورصة التقليدية أن شكل التحول النهائي للنافذة الإسلامية هو (الشكل الجزئي) الذي تكون فيه النافذة الإسلامية خارج البورصة هو شكل التحول المقرر الوصول إليه، فإنها تبدأ بأولى خطوات التحول من الشكل الجزئي الأولي داخل البورصة متقدمة إلى الذي يليه حتى تصل إلى هدفها من وراء التحول بشكله النهائي خارج البورصة¹. أما في حال العكس إذا قررت هيئة السوق أن التحول سيكون بشكل نهائي فإن العملية ستستمر في جميع أقسام البورصة إلى أن تتحول تحولاً كاملاً لكن بأسلوب جزئي.

- إيجابيات ومساوئ أسلوب التحول الجزئي: يمكن تلخيص أهم إيجابيات هذا الأسلوب ومساوئه في²:

أ- إيجابيات استخدام الأسلوب الجزئي للتحول مايلي:

1- تمتعه بدرجة مرتفعة من الأمان، وذلك فيما لو تعرضت التجربة لأي خسارة، فإن ضررها سيكون محصور في مجال تنفيذ التجربة، ولن يتأثر السوق المالي وباقي أقسامه بهذه الخسارة مقارنة بتأثيرها فيما لو حدثت أثناء تحول كامل للسوق المالي.

2- إتاحة الفرصة لإدارة السوق المالي اكتساب الخبرة اللازمة في مجال التحول والكفيلة بتقليل الأخطاء والمشاكل التي قد تحدث في السوق المالي مستقبلاً.

ب- أما أهم مساوئ هذا الأسلوب فتتلخص فيمايلي:

1- صعوبة تحقيق إستقلالية نافذة إسلامية نموذجية عن السوق التقليدي إدارياً ومالياً، وبالتالي فشل السوق التقليدي في إقناع المجتمع بجدية تحوله ومشروعية أعماله، بسبب استمراره في ممارسة الأعمال المخالفة للشريعة الإسلامية.

2- أي خسارة تتعرض لها النافذة الإسلامية ستفتح الباب للتراجع عن فكرة التحول والتخاذل عنها، ومن ثم سيهدد ذلك استمرارية هذه النافذة ووجودها، وانعكاس صورة سلبية عن موضوع التحول بشكل عام، الأمر الذي يؤدي إلى ابتعاد باقي الأسواق المالية عن التفكير في خوض تجربة التحول.

1 محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 147

2 يز بن خلف سالم العطيات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، رسالة دكتوراه فلسفة تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2007، ص 55- 56 بتصرف

الفرع الثاني- أسلوب التحول الفوري(التحول دفعة واحدة): ويتمثل هذا الأسلوب بقيام إدارة السوق المالي التقليدي الراغبة في التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بإعداد برنامج شامل لتحويل السوق المالي التقليدي إلى سوق مالي إسلامي، وتعيين تاريخ محدد لإلغاء التعامل بالأدوات التقليدية دفعة واحدة، واحلال مكانها أدوات مالية اسلامية.

أ-إيجابيات استخدام أسلوب التحول الفوري:

تعد إيجابيات هذا الأسلوب من الناحية النظرية شيئاً سهلاً لكنها في الحقيقة ليست كذلك، لا سيما في شكل التحوّل الكلي ولكن رصّد الإيجابيات في عدّة عناصر:

1- قصر الزمن الذي يستغرقه التحوّل، وهذا ما يؤدي إلى كسب مصداقية المجتمع بخطوة التحوّل لأن المجتمع غالباً ما يفضل التحول (الفوري والكلي) على التحول (المرحلي والجزئي)، وهذه الإيجابية مرهونة في أمرين:
- في شكل التحوّل الكلي دون سواه.

- في مدى ما ستمتع به السوق المالية من إعداد مسبق لكوادرها وتدريبهم بشكل كامل، ووضعهم لفرضيات كيفية التعامل مع المستجدات.

2- سهولة تطبيق التحوّل الفوري في أشكال التحوّل الجزئي الأولية.

3- التخلص الفوري مما يخالف أحكام الشريعة الاسلامية إذا كان شكل التحول النهائي هو الشكل الكلي.

4- تجنب ضرورة تحمل مساوئ التحول الجزئي والمرحلي.

ب- سلبيات ومخاطر هذا الاسلوب: أسلوب التحوّل الفوري كذلك له سلبيات يتميز بها، كما أنّه قد يصاحب تطبيق هذا الأسلوب بعض المخاطر، يمكن ذكر بعض هذه السلبيات والمخاطر فيمايلي:

1- أنّ قرار التحوّل الكلي والفوري للسوق المالي التقليدي إلى سوق مالي اسلامي يتطلب تسخير قدرات بشرية ومالية كبيرة الأمر الذي يجعل هذا الاسلوب يتّسم بارتفاع التكاليف المصاحب له.

2- حرمان إدارة السوق المالي من اكتساب الخبرة الكافية للتأقلم مع الأوضاع الجديدة.

3- انخفاض مردودية العمال والموظفين، وتدني أدائهم لصعوبة تأقلمهم مع الوظائف الجديدة.

4- صعوبة توقع النتيجة النهائية للتحوّل.

5- عدم معرفة مدى استجابة أقسام السوق المالي ومكوناته للتعليمات والتوجيهات الخاصة بالنظام الجديد.

الفرع الثالث- أسلوب التحول المرحلي: ويتمثل هذا الأسلوب بقيام إدارة السوق المالي التقليدي الراغبة في التحوّل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، طبقاً لبرنامج مرحلي وعلى أساس جدولّة مراحل التحول زمنياً وفق لمعايير شرعية وقانونية واقتصادية ويتوخى الحاجة الزمنية لكل مرحلة من مراحل التحول، لاستيفاء متطلباتها من التعديل والتبديل¹.

يعتبر هذا الأسلوب من أفضل أساليب التحوّل إلى سوق مالي إسلامي لأنه يقوم على أساس خطة مرحلية مدروسة ومحددة الأهداف، الأمر الذي يساعد على إنجاح عملية التحوّل، التي يجب أن تبنى على استراتيجية واضحة ومحكمة، وقلماً نجد لهذا الأسلوب من مساوئ وإن سُجّلت بعض يعتبر ذلك من مستلزمات مراحل التحوّل.

وعليه نجد أن هذه الأساليب من التحوّل نحو سوق مالية إسلامية تختلف من دولة إلى أخرى، حسب عدّة اعتبارات، حيث أن لكل دولة خصوصياتها الاقتصادية والمالية، ولكل منها مؤهلاتها ومقوماتها، كما أن السياسة العامة للدولة تلعب دوراً هاماً في تحديد الأسلوب المعتمد للتحوّل، والجدول التالي يوضح أساليب التحوّل نحو سوق مالية إسلامية لعينة من أسواق الأوراق المالية:

جدول رقم(04): أساليب التحول نحو سوق مالية إسلامية لعينة من أسواق الأوراق المالية

الأسواق	أسلوب التحول الجزئي	أسلوب التحول الكامل	أسلوب التحوّل المرحلي
ماليزيا	✓		✓
المملكة العربية السعودية	✓		
الإمارات العربية المتحدة	✓		
قطر	✓		

¹يزن خلف سالم العطيات، مرجع سبق ذكره، ص 58

✓		✓	البحرين
	✓		السودان
		✓	تركيا
		✓	أندونيسيا
	✓		السوق المالية الاسلامية الدولية

المصدر: أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 26، 2021، ص 218

المبحث الثالث: دعائم ومتطلبات التحول نحو سوق مالي اسلامي

لكي تقوم السوق المالية الاسلامية بالوظائف التي أنشأت من أجلها، وتكتسب أنشطتها طابع الاستثمارية والديمومة في ظل منافسة الأسواق المالية التقليدية، فإنّ قرار إنشائها واعتماد أدوات خاصة بها لا يكف لذلك، بل يجب توفير دعائم تستطيع من خلالها هذه الاسواق أداء المهام التي أنشأت من أجلها.

نقصد بدعائم السوق المالية الاسلامية بالمكوّنات التي تتفاعل فيما بينها لإقامة سوق مالي إسلامي، ونعني بهذه المكوّنات شركات المساهمة الاسلامية، الجهاز المصرفي الاسلامي ومختلف المؤسسات المالية الاسلامية الفاعلة في السوق. بالاضافة إلى هذه الدعائم هناك أمر لا يمكن إغفاله ألا وهو المتطلبات والإجراءات اللازم التقيد بها والتي تسمح بتكوين وتسهيل عمل السوق المالية الاسلامية، وتمنح لها حرية العمل وفق توجيهات الأحكام الشرعية، وسنتطرق لموضوع دعائم ومتطلبات السوق المالي الاسلامي من خلال أمرين اثنين هما:

1- مكوّنات(دعائم) السوق المالية الإسلامية

2- متطلبات إنشاء السوق المالية الاسلامية

المطلب الأول: مكونات السوق المالية الإسلامية

يعتبر وجود مؤسسات وبعض الشركات والهيئات أمر ضروري لإقامة سوق مالية إسلامية، وذلك لأنها لها أدوار هامة في تنشيط هذه السوق ودفعه نحو تحقيق الكفاءة المنشودة، فيما يلي سنتطرق لمختلف المؤسسات والشركات والهيئات المتدخلة في السوق المالي الإسلامي والدور المرتبط بكل عنصر منها:

الفرع الأول- الجهاز المصرفي الإسلامي: يعتبر الجهاز المصرفي في أي اقتصاد في العالم من أهم المؤسسات المالية، نظرا لما يؤديه من وظائف ويقوم به من أدوار في المجال التمويلي بما في ذلك إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، و سنذكر فيما يأتي أهم مؤسسات الجهاز المصرفي الإسلامي:

1- المصرف المركزي الإسلامي: يأتي هذا الجهاز في أعلى القمة الهرمية للجهاز المصرفي تقليديا كان أو إسلاميا، وقد عرف المصرف المركزي الإسلامي بتعريفات كثيرة تتقارب في معناه، وسنذكر أشهر هذه التعاريف في التعريف التالي:

يعرفه الدكتور محمد عمر شابرا بأنه: "مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي¹.

ومن أهم خصائص المصرف المركزي الإسلامي التي ينبغي توافرها حتى يتمكن من تأدية المهام والوظائف الموكلة إليه، مايلي²:

أ- هو هيئة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي، ولا تنافسه أي مؤسسة أو هيئة أخرى على القيام بوظائفه، وذلك تطبيقا لمبدأ وحدة القيادة.

ب- أن يكون مؤسسة عامة مملوكة للدولة، وهذه الخاصية تمنحها حق إصدار النقود القانونية في الدولة دون سواها من المؤسسات النقدية والمصرفية الأخرى، حيث يُجمع الفقهاء على ضرورة احتكار الدولة لهذه الوظيفة لأهميتها، بالإضافة إلى توليها الاشراف على السياسة النقدية وذلك وفقا للسياسة الاقتصادية العامة للدولة.

¹ محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1992، ص 196

² كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 41-42

ج- أن يكون المؤسسة الرئيسية في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي للدولة، يجمع المصارف الإسلامية وينسق جهودها وينظم العلاقات بينها وبين مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيامه بالرقابة والإشراف على المعاملات المصرفية وعمليات السوق النقدية.

د- أن يتمتع بمبدأ الاستقلالية، وذلك لغرض إعطاء المصارف الإسلامية القوة الحيادية اللازمة للمحافظة على التوازن الاقتصادي في البلد والمساهمة في تقديم البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق درجات عالية من النمو الاقتصادي، من خلال سيطرتها على الجانب النقدي في الاقتصاد¹.

هـ- هو مؤسسة غير ربحية يهدف لتحقيق أهداف عامة تخدم المصلحة الاقتصادية العامة، كما يركز نشاطه على الأنشطة الكلية، أي الإصدار والإشراف على شؤون النقد والإئتمان والابتعاد عن القيام بالعمليات العادية للبنوك².

2- **المصارف الإسلامية:** قبل تعريف المصارف الإسلامية سنتطرق بشكل مختصر إلى تاريخ نشأتها، بحيث أن المصارف الإسلامية نشأت تلبية لرغبة المجتمعات الإسلامية في إيجاد صيغة شرعية للعمل المصرفي خالي من المعاملات المحرمة، كشبهة الربا وما انجر عنها، حيث يعتبر مقصد الابتعاد عن التعامل بالربا أخذاً وعطاء أكبر مسوغ لتأسيس المصارف الإسلامية.

أ- **نشأة المصارف الإسلامية:** يعود ظهور المصارف الإسلامية كأول تجربة خالية من المعاملات المحرمة لعام 1940 بماليزيا، من خلال إنشاء صناديق للإدخار، تعمل من دون فوائد ربوية، ليتم بعد ذلك توالي المبادرات والمحاولات لإقامة نظام مصرفي إسلامي، ومن ذلك ما ظهر بباكستان حيث تم اعتماد تقنيات تمويلية تراعي الأحكام الشرعية، ليعرف هذا الأمر فيما بعد توسعا جغرافيا شمل العديد من البلاد الإسلامية كمحاولات أولية للتأسيس لنظام مصرفي إسلامي، تمخض عن ذلك أول تجربة لإنشاء مصرف إسلامي متكامل الأركان بجمهورية مصر العربية سنة 1963 بإنشاء بنك الادخار المحلي والذي يعمل وفق الشريعة الإسلامية وما لبث أن انتهى سنة 1967 م .

¹ نضال الشعار، سوق الأوراق المالية و أدواتها، الجندي للطبع و النشر، سوريا، الطبعة الثالثة، 2006، ص 23

² إبراهيم بن صالح العمر، النقود الائتمانية: دورها و آثارها في اقتصاد إسلامي، دار العاصمة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص 183

وقد تم إنشاء أول مصرف إسلامي حكومي في مصر وهو بنك ناصر الإجتماعي الذي تأسس في عام 1971م، إذ يقوم هذا البنك بأخذ الودائع ويستثمرها في المشروعات والمقاولات الصغيرة ويوزع أرباحها على المؤدّعين بحسب حصة أموالهم في الاستثمار¹.

وجاء الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف إسلامية تعمل طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في إحدى التوصيات التي خرج بها اجتماع مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية المنعقد في مدينة جدة بالمملكة العربية السعودية سنة 1972م، إذ نصّ على ضرورة إنشاء بنك إسلامي دولي يتولى عملية تأطير المصارف الإسلامية في الدول الإسلامية خاصة، ويوجهها إلى اتباع الإجراءات الواجب مراعاتها لإنجاح هذا التحدي.

ب- **تعريف المصرف الإسلامي:** عرّف المصرف الإسلامي بأنه: "مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المتفكّقة وأحكام الشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها².

ويعرّف أيضاً بأنه: "منظمة إسلامية تعمل في مجال الأعمال بهدف بناء الفرد المسلم والمجتمع المسلم وتنميته وإتاحة الفرص المواتية للنهوض على أسس إسلامية تلتزم بقاعدة الحلال والحرام³.

ويعرف المصرف الإسلامي كذلك بأنه: "مؤسسة مالية مصرفية، تزاوّل أعمالها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية⁴.

ومن خلال هذه التعاريف يتضح بأنّ المصارف الإسلامية تقوم على أسس وقواعد الشريعة الإسلامية وخاصة في عدم تعاملها بالفائدة الربوية أخذاً وعطاءً، فهي تقوم بتقديم الخدمات المصرفية التي يحتاجها المجتمع الإسلامي في المجال الاستثماري بعيداً عن شبهة الربا، وهذا من خلال جذب الودائع والمدخرات وتوجيهها نحو أوعية استثمارية شرعية تنمية لأموال المدخرين في إطار شرعي وبديلاً عن الاطار التقليدي الربوي.

¹ عائشة الشرقاوي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون و التطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2000، ص 67

² محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الثالثة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 17

³ عبد العزيز شاکر الكبیسی، المصارف الإسلامية و أهم التحديات المعاصرة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الوقائع و آفاق المستقبل)، غرفة تجارة و صناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 1919

⁴ عبد الرزاق رحيم الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية و التطبيق، ط 1، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 1998، ص 174

لذلك نجد أن المصارف الإسلامية جاءت تلبية لرغبة المجتمعات التي تنشأ التطور والنمو بغرض إيجاد قنوات وأوعية التعامل المصرفي وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتطبيق أساليب المشاركة في الربح والخسارة في المعاملات والالتزام بالأسس الاجتماعية والاستثمارية والتنموية مستندة على أسس الوساطة المالية وتطبيق القيم والأخلاق الإسلامية في العمل الإسلامي¹.

كما ان المصارف الإسلامية لا تقدم قروضا نقدية أي لا تُتاجر في الاستثمار مثل البنوك التقليدية وإنما تقوم بتوظيف الأموال بأشكال مختلفة من الاستثمار وتحتمل نتيجة هذا الاستثمار الربح والخسارة على وفق قاعدة الغنم بالغرم².

ج- علاقة المصارف الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي: تحتل المصارف والمؤسسات المالية الأخرى منزلة مهمة ولها الدور البارز في تفعيل وتطوير الأسواق المالية عن طريق ترويج الأدوات المالية المتنوعة وتسويقها وفتح قنوات استثمارية جديدة وغيرها من المهام، ويقصد بالأدوات المالية إصدار الأسهم والسندات وشهادات الإيداع وتسديد القروض المصرفية وغيرها من الأدوات المالية، ويمكن للمصارف الإسلامية الاضطلاع بالدور نفسه بوصفها جزء مهم من أنواع المصارف ومن ثم يمكن لها أن تلعب دورا بارزا في تنشيط السوق المالي عن طريق³:

1- إقامة بيوت وصناديق الاستثمار وتأسيس شركات الوساطة

2- ولضمان كفاءة وفاعلية هذا الدور للمصارف الإسلامية في تطوير أسواق المال يتوجب على هذه المصارف إيجاد المنافذ الاستثمارية التي من شأنها رفع كفاءة الأجهزة الإدارية عن طريق:

1- زرع الثقافة المالية وإرساء تقاليد التعامل في الأسواق المالية.

2- إدخال التقنيات المالية والمصرفية الحديثة.

¹ صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، ط1، دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان - الاردن، 2008، ص 35

² محمد صفوت قابل، أثار تحرير الخدمات المالية على البنوك الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية

³ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أداءها المالي و أثرها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان-الاردن، 2011،

3- ابتكار وترويج أدوات استثمارية مصرفية جديدة ومن ثم تعدد الفرص والخيارات الاستثمارية للمستثمرين والمتعاملين مع المؤسسات المالية الإسلامية

ولتفعيل وتنشيط الاسواق المالية وخلق الفرص الاستثمارية، تحقيق الارباح لا بدّ من تنمية أداء الجهاز المصرفي الإسلامي ولا يتم ذلك إلا من خلال مايلي¹:

1- تشجيع الرسمة وكفاية رأس المال في المصارف والشركات والمؤسسات الانتاجية والخدمية، فضلا عن تشجيع قيام الشركات والمؤسسات المساهمة بوصفها بديلا لحالات التملك الفردي والعائلي السائدة في البلدان العربية وإدراج اسهمها في البورصات.

2- تنمية الوعي الاستثماري والادخاري لدى الافراد والمؤسسات لتوسيع عمل السوق المالي من خلال تطوير البنية الأساسية اللازمة، والقادرة على توفير مستلزمات الاستثمار والمساعدة في عملية استقطابه مثل الأوعية الاستثمارية وابتكار الجديد دائما وبما يتماشى مع متطلبات المرحلة والمتعاملين من افراد ومؤسسات محلية وخارجية.

3- بذل الجهود الخاصة والرسمية لتطوير الجهاز المصرفي العربي بصورة عامة، والمصارف الإسلامية على وجه التحديد من أنظمة وأدوات استثمارية والتجديد الدائم بما يكفل قدرته على مواكبة متطلبات العصرنة، ويضمن تفعيل دوره في انجاح السوق المالي وتطويره من خلال مقدرته على حشد الموارد المالية وتحسين مجالات توظيفها.

4- تفعيل دور المصارف العاملة وفق الشريعة الإسلامية وسن القوانين والأنظمة التي تكفل تطورها وتفتح لها المجال في ابتكار أدوات، أو قنوات استثمارية جديدة بوصفه متطلب أساسي عن طريق قيام سوق مالية إسلامية لخدمة شرائح المستثمرين والمودعين الراغبين في الاستثمار والاياداع في مؤسسات مالية ومصرفية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية².

¹ خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالي، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، 2000، ص 74-75

² حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 124

الفرع الثاني: شركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الاسلامي

يعتبر وجود النظام المصرفي رغم أهميته البالغة في السوق المالي غير كاف لتنشيطها، بل تلعب شركات المساهمة وشركات الاستثمار دوراً تكميلياً للنظام المصرفي، حيث أنّها تعدّ من أهم مكوّنات السوق المالية الإسلامية، ويمكن توضيح ذلك من خلال مايلي:

1- شركات المساهمة العامة: تعرف بأنّها "الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، يحدد فيها مسؤولية كل مساهم بقدر قيمة الاسهم التي اكتتب فيها مع ضرورة اتخاذ اسما تجاريا لها"¹.

وقد عرفها قانون الشركات السعودي في المادة 52 منه بأنّها: "شركة رأس مالها مقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول وتكون الشركة وحدها مسؤولة عن الديون والالتزامات المترتبة عن نشاطها".

وتعرف أيضاً بأنّها: " الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤول إلا بقدر حصته في رأس المال، ولا تُعَنَّون باسم أحد من الشركاء"².

إلا أنّه ينبغي التنبيه إلى أمر مهم فيما يخص الأوراق التي تصدرها هذه الشركات، حتى تكون لها قابلية التداول في السوق المالية الإسلامية يجب أن تكون هذه الشركات ذات اغراض مشروعة وموضوع نشاطها حلال، وخلوّ تعاملها من أي مخالفة شرعية كالربا والغرر والغش.

وتعتبر شركات المساهمة العامة، سواء كانت ذات طبيعة صناعية، زراعية، أو تجارية وحتى خدمية مملوكة للقطاع العام أو القطاع الخاص، وبفضل الأسهم والصكوك الإسلامية التي تصدرها، تعتبر دعامة أساسية للسوق المالية الإسلامية، والتي تعدّ الملجأ المفضل لشركات المساهمة للحصول على رؤوس الأموال اللازمة من خلال اصدار أوراق مالية إسلامية لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد مشاريع قائمة، كما يمكنها توظيف فوائضها المالية في المتاجرة في بيع وشراء الاوراق المالية الإسلامية المتداولة في السوق³.

¹ أحمد مزيد حامد الحربي، طرق زيادة مال شركة المساهمة في نظام الشركات السعودي، مجلة الدراسات القانونية، جامعة المدينة، المجلد 07، العدد 01،

2021، ص 51

² أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور اسلامي، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004، ص 51

³ ALAIN Broderie, les places financiers internatoinales, banque éditeur, paris, 2001, p 46

2- شركات (صناديق) الاستثمار الإسلامية: تعرف شركات الاستثمار الإسلامية بأنها: "شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، بل حقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك، وشركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل التي هي نوع من المؤسسات المالية تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من مصارف تجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الاجل و متوسطة الاجل للأفراد ومنشآت الاعمال¹.

ويقصد كذلك بصندوق الاستثمار الإسلامي بأنه: "وعاء للاستثمار له ذمة مالية مستقلة، يهدف إلى تجميع الأموال، واستثمارها في مجالات محددة، ويلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالاصول، والخصوم، والعمليات في وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب².

وتعتبر شركات الاستثمار الإسلامية من المؤسسات المستقلة، التي تقوم بإدارة الأموال للغير وفق قيود قانونية وشروط تعاقدية مع المستثمرين أو تدير الاستثمارات لحسابها، وتقدم هذه الشركات خدمات الاستثمار على نوعين³:

– النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق الإسلامية المختلطة، وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من عدد كبير من المستثمرين.

– النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصة، ويقصد بها المحافظ الاستثمارية التي يملكها مستثمر واحد فقط وتدار من قبل إدارة محترفة.

¹ منير ابراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص 95

² عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع و آفاق المستقبل) غرفة تجارة و صناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس، 2005، ص 572

³ كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 45

ومن خلال الاستثمار في أسهم صناديق وشركات الاستثمار الإسلامي يمكن تحقيق مجموعة من المزايا نذكر منها مايلي:

1-مزايا صناديق الاستثمار الاسلامية للمستثمرين الافراد:

أ- الإدارة المحترفة: لأنّ صناديق الاستثمار يتولى إدارتها خبراء ذوو كفاءة عالية، لهم معرفة كاملة بأحوال السوق، ومن ثمّ يمكنهم انتقاء الاوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحاً بجانب الربح الرأسمالي، وهذا ما لا يتوفر للمستثمر الفرد الذي يدير أمواله في سوق الأوراق المالية بنفسه¹.

ب- الأمان وانخفاض مستوى المخاطرة: وبالتالي المحافظة على رأس المال، حيث إن المستثمر في الصندوق مالك مقابل أموال لحصة شائعة في محفظة الاوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق، والتي يعتمد في انتقائها على التنوع الكفاء، فإذا حدثت خسارة في إحدى الاوراق المالية في صندوق الاستثمار فإنّه يجري تغطيتها بالمكسب المتحقق من الاستثمار في أوراق مالية أخرى².

ج- المرونة والمواءمة: تعطي صناديق الاستثمار للمستثمر الحق في الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، ممّا يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر³.

د- الربحية: صناديق الاستثمار وسيلة جذابة لتحقيق ربح للمستثمر عن طريق ما يحصل عليه المستثمر من عائد على استثماراته في الصندوق، بجانب ما يتحقق من ربح رأسمالي ناشئ عن زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الاسمية⁴.

هـ- تشجيع صغار المستثمرين: حيث سهلت الصناديق الاستثمارية اشتراك لصغار المدخرين لاستثمار اموالهم في سوق المال من خلال مساهمتهم بأقل ما يملكون في هذه الصناديق.

و- السيولة: حيابة المستثمر لوثيقة تثبت مشاركته في الصندوق تسمح له باسترداد قيمتها من صندوق مباشرة او عن طريق بيعها في السوق المالي وحصوله على قيمتها نقدا.

¹ أحمد مجّد فتحي أحمد الشيبوي، صناديق الاستثمار الاسلامية خصائصها و سماتها، مجلة الدراسات الاسلامية و الحوث الاكاديمية، كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، العدد 101، ص 109

² عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم ، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية- مصر، 1995، 396

³ أحمد مجّد فتحي أحمد الشيبوي، المرجع السابق، ص 110

⁴ فايز تيم، مجّد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، داروائل للنشر و التوزيع، الاردن، 2005، ص 245

ي- **التنوع والتركيز:** بأن يشرف على الصندوق مشرف خبير بجنبايا السوق فمن خلال ذلك يقوم بتنوع الاستثمارات التي يباشرها الصندوق، مما يساهم ذلك في تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها حملة أسهم الصندوق.

ز- **الرقابة:** تخضع الصناديق الاستثمارية لرقابة مستمرة من طرف هيئة سوق المال التي تقوم بإخطارها بأي خلل قد تقع فيه، كما تخضع صناديق الاستثمار الإسلامي الى رقابة من نوع آخر ويتعلق الامر بالرقابة الشرعية والتي تعمل على إلزام الصناديق بالتزام الاحكام الشرعية.

2- مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية على الجهاز المصرفي: ينتج عن تأسيس صناديق الاستثمار

الإسلامة عدّة مزايا نذكرها في:

أ- تدوير محافظ الأوراق المالية داخل البنوك بيعا وشراء، بدلا من الاحتفاظ بها دون حراك، وذلك عن طريق بيع جزء منها لصناديق الاستثمار، مما يوفر فرصة كبيرة لتحقيق أرباح تنشأ من فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الاستثمار¹.

ب- الاستفادة من دخل إضافي للبنوك متمثلا في الاتعاب والعمولات من خلال قيامها بإدارة صناديق الاستثمار.

ج- توظيف فائض السيولة لدى البنوك في صناديق الاستثمار، مما سمح لها من الحدّ من معضلة السيولة التي تعاني منها غالبية البنوك.

3- مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية للاقتصاد القومي:

1- تنشيط حركة أسواق رأس المال: من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين، فخاصية التنوع وما يترتب عليها من انخفاض المخاطر، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة في أسواق المال، وكذا محدودي الموارد بأن يستثمروا مدخراتهم في شراء الأسهم وغيرها من الاوراق المالية².

¹ أحمد مجّد فتحي أحمد الشويبي، المرجع السابق، ص 111

² منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 135

- 2- تسهيل عمليات الخوصصة وتوسيع قاعدة الملكية الفردية، وهذا من خلال استثمار أموال الصندوق في شراء الاوراق المالية.
- 3- توفير السيولة اللازمة للشركات، الأمر الذي يحفزها باللجوء إلى السوق المالي طلبا للتمويل والابتعاد عن التمويل البنكي المكلف.
- 4- جذب رؤوس الأموال العاطلة مما يساعد على امتصاص السيولة في المجتمع ، وهذا ما يؤدي إلى خفض معدلات التضخم.
- 5- المساهمة تنقية الاقتصاد من شوائب البيوع الصورية والبيوع غير صالحة التي تؤدي إلى تعرض السوق المالية الى أزمات مالية قد تعصف بوجودها.

الفرع الثالث: شركات السمسرة وصنّاع السوق للاوراق المالية الاسلامية

- 1- شركات السمسرة والخدمات المالية: شركات السمسرة هي الشركات التي تقوم بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في السوق المالية الإسلامية، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية وغيرها، في ضوء الاوامر الواردة لهم من العملاء وطبقا للقوانين والتعليمات المنظمة لذلك نظير عمولة يتم الاتفاق عليها¹.
- يقودنا هذا التعريف إلى القول بأن شركات السمسرة لها دور مهم في السوق المالية وذلك لأنها هي المخوّل لها بعقد العمليات المالية التي يرغب المستثمرين في إجرائها من بيع و شراء للأوراق المالية ، ولا يمكن لهم القيام بذلك إلا عن طريق هذه الوساطة، وبالتالي فإن وظيفة شركات السمسرة تكمن أساسا في تنفيذ أوامر العملاء بالنيابة عنهم، كما تقوم شركات السمسرة بوظائف أخرى مثل:
- إبداء الرأي في الوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي من خلال إجراء البحوث والدراسات وتحليل القوائم المالية.
 - توجيه العملاء لأحسن استثمار وذلك من باب النصح والمشورة.

¹ حسين حسين شحاتة، عصام أبو النصر، الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الاوراق المالي، سلسلة بحوث و دراسات في الاقتصاد

الاسلامي، دار المشورة ، ص 08

- تسيير وإدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء المتعاقدة معهم.

ومما يؤكد أهمية هذه الشركات، ما جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص: "يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظّم تداول بعض الأسهم، بأن لا يتم إلاّ بواسطة سمسرة مخصوصين ومرخصين بذلك العمل، لأنّ هذا من التصرفات الرسميّة المحققة لمصالح مشروعة، ويجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية، لأنّ هذا من الامور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة"¹.

2- صناع السوق للأوراق المالية الإسلامية: صانع السوق قد يكون شخصا طبيعيا أو منشأة أو شركة مرخص لهم من طرف إدارة السوق، وقد عرّف صانع السوق بعدة تعاريف نذكر منها:

- **التعريف الأول:** صانع السوق هو شخص مرخص له من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع مباشرة، إما لحسابه الخاص، وإما لصالح عملاءه من الوسطاء والسمسرة وغيرهم².

- **التعريف الثاني:** يقصد بصانع السوق هو: "عبارة عن جهة مرخص لها للعمل باستمرار على تحديد سعر لسهم معين متخصص به أو أكثر (مجموعة من الأسهم) بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم وصانع السوق لا يهدف إلى الربح وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته، ويلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنة للشراء أو بيع ورقة مالية معينة - أو أكثر - بحيث يفصل هامش صغير بين السعرين" ، وفي الفقه يعرف صانع السوق بأنّه:

" عبارة عن شركات خدمات مالية وظيفتها المعتادة البيع والشراء في الاسواق المالية بهدف توفير السيولة من خلال امتلاك كميات كبيرة من الاوراق المالية التي تمثلها"³.

التعريف الثالث¹: هو مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائها وفق آلية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديراته

¹كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 46

²مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 56

³مراد محمود المواجدة، أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الاماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17 العدد 01،

المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب، ويكون صانع السوق بنكا أو مؤسسة مالية وسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكّنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالشراء في حال انخفاض أسعار الاسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها، وتكمن أهمية صنّاع السوق في العمل على حفظ التوازن في السوق المالي وخاصة على أسهم الشركات القيادية التي لها تأثير مباشر على اسعار الأسهم الأخرى، ومن خلال الاسهم الرئيسية التي عمل عليها صنّاع السوق للارتفاعات او الانخفاضات الشديدة مما يساعد على وجود توازن حقيقي فعّال لها، وينشأ غالبية صنّاع السوق في الأسواق العالمية والاقليمية من خلال:

- شركة مساهمة يساهم في رأسمالها شركات الوساطة والشركات المساهمة وبنوك الاستثمار المدرجة للتداول في السوق المالي، مع امكانية استمرار دخول شركات مساهمة جديدة وشركات وبنوك استثمار حال تأسيسها وترخيصها لتلك الشركة.

- تأسيس محافظ استثمارية وتعمل كصانع سوق لسهم أو لأسهم منتقاة وموافق عليها وكما هو سائد في الأسواق المالية العالمية.

ولصنّاع السوق دور مهم في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية، حيث يقومون بشراء أسهم معينة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة، وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة².

الفرع الرابع: الشركات الأخرى المتدخلة في نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية

نعني بالشركات المتدخلة في نشاط سوق الأوراق المالية، مختلف الشركات التي تساهم في إصدار وتداول الأوراق المالية وتساعد على أداء وظائف السوق المالية، وتعتبر هذه الشركات ضرورية في سير نشاط الاسواق المالية الإسلامية، ومن أهم هذه المؤسسات نذكر مايلي:

¹ حسين نعمة، طه احمد عبد السلام، آليات و دور صنّاع السوق في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية و مالية، جامعة بغداد، العراق،

المجلد 13، العدد45، 2018، ص 32-33

² رمضان الشراح، صنّاع السوق، التجربة الكويتية، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صنّاع السوق 3، الكويت، 2006، ص05

- شركات تسيير محافظ الأوراق المالية الإسلامية: هي شركات يتمثل نشاطها الأساسي في تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء سواء كانوا أفراد أو شركات أو مصارف، كما تقوم أيضا بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للمستثمرين ومتابعة تطوّر تلك الأوراق، فقد تبيعها إما لغرض تحقيق الأرباح أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو قد تحتفظ بها لتحتيّن الفرصة المناسبة للتصرف فيها¹.

- شركات رأس المال المخاطر: تعتبر تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر أهم الاساليب المستحدثة في التمويل، إذ أنّ هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهي تخاطر بأموالها، وبالتالي فهذا النوع من التمويل يتناسب تماما مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض المصرفية بسبب غياب الضمانات اللازمة، وتعرفها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على أنّها "رأس المال التي تمنحه شركات تستثمر مواردها المالية وترافق مسيري المؤسسات حديثة النشأة والتي لا تكون مدرجة في البورصة فيكون الهدف منه العائد المالي وهذا من خلال خلق القيمة من المؤسسة الحديثة بالتعاون مع شركات رأس المال المخاطر وخبرتها المهنية"².

إذن شركات رأس المال المخاطر هي شركات تقوم على أساس المشاركة في مشروعات أو شركات متعثرة أو شركات تحتاج إلى أموال لا تستطيع الحصول عليها من خلال القروض المصرفية لعدم امتلاكها الضمانات الكافية، وذلك بغرض تحقيق المردودية المطلوبة من تلك المشاريع أو إعادة نشاط الشركات المتعثرة وتعظيم عوائدها الاستثمارية بشكل يتناسب مع المخاطر المحتملة، بالإضافة إلى تقديم الخدمات الفنية والادارية للشركات التي تصدر اوراق مالية إسلامية لامتلاكها الخبرات المطلوبة.

¹ حسين حسين شحاتة، عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص 12

² علي سماي، ليلي أولاد براهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، جامعة مسيلة، العدد الاول، 2018، ص 99

- **شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية:** عند رغبة أي شركة في إصدار أوراق مالية جديدة أو عند قيام شركة لأول مرة من خلال منادتها للاكتتاب في الأوراق المالية المزمع إصدارها، فإن ذلك لا تقوم به بنفسها بل هناك شركات متخصصة في إدارة ترويج وتغطية الاكتتاب بما فيها الأوراق المالية الإسلامية، وهذا بهدف جلب المستثمرين للاكتتاب في إصداراتها بالطرق الترويجية المختلفة، وتتم عمليات الترويج للاكتتاب بمختلف مراحلها بما في ذلك تقييم الإصدار والدراسة الفنية، عملية التسويق واختيار الوكلاء (البنوك مثلا) يتكفلون بعمليات البيع للجمهور، وكل هذه النشاطات تساهم في تنشيط السوق الاولي والسوق الثانوية على حدّ السواء ومن خلال ذلك يمكن طرح الاوراق المالية الاسلامية وتسويقها وترويجها.

- **شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي:** يعتبر وجود مثل هذه المؤسسات من الضرورات الأساسية للسوق المالية الإسلامية، وذلك لضرورة وجود جهة مختصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في نفس الوقت عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة، فنظرا لإتساع تعاملات السوق المالية الإسلامية وتعدّد المؤسسات والأدوات المالية المتداولة فيها، كان لزاما استحداث مؤسسة تتولّى إجراءات التسوية عن طريق المقاصة بين تلك المؤسسات، وينتهي الأمر بإلغاء الأسهم والاكتفاء بشهادة مكلية للأسهم يتم تداولها إضافة وخصما من خلال شركة المقاصة، باعتبار أنّها الجهة التي ستحتفظ بالأوراق المالية مركزيا¹.

الفرع الخامس: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني

1- شركات التأمين التكافلي: يسمى التأمين تكافليا لتكافل المشتركين فيما بينهم لتعويض ما يلئم بأحدهم، كما يسمى تعاونيا لتعاون المشتركين في ذلك أيضا، كما يسمى أيضا التأمين التبادلي لتبادل المشتركين في تحمل الأضرار التي تلحق بأحدهم عند وقوع الخطر المؤمن منه، فضلا عن كون كل عضو من هيئة المشتركين يجمع بين صفتي المؤمن والمؤمن له².

¹ كشاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 48

² أشرف دوابة، رؤية استراتيجية لمواجهة تحديات التأمين التكافلي الاسلامي، مجلة الاقتصاد و المالية، جامعة اسطنبول صباح الدين زعيم، تركيا، 2016،

وتطبيقاً لمبدأ التأمين التكافلي بين الأفراد تمّ استحداث شركات للتأمين التكافلي بين رجال الاعمال والمساهمين وتعرف شركة التأمين التكافلي بأنها: "هي التي أسسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الاسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من اموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر¹ .

وتعتبر شركات التأمين التكافلي من أبرز العناصر المحفزة للاستثمار في السوق الاسلامية والاستفادة من مزاياها.

2- وكالات التصنيف الائتماني: يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على وفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها². أما شركات التصنيف الائتماني فهي: شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة، وتقوم بإصدار تصنيف (مقياس حربي للجدارة الائتمانية)، يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، وإصداراتها من الاوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق³.

والهدف من ابتكار شركات التصنيف الائتماني هو توفير آلية خاصة للمستثمرين من أجل مساعدتهم على اتخاذ قراراتهم المتعلقة باختيار الاوراق المالية التي يرغبون في الاستثمار فيها، بحيث يستطيع المستثمر اتخاذ قراره بناء على التقييم الذي تصدره وكالات التصنيف الائتماني فيما يخص المعلومات المتاحة عن الشركة المراد شراء أوراقها ومركزها المالي، الامر الذي جعل وكالات التصنيف الائتماني لها دور مهم في توجيه عمل السوق المالية، والذي دفع بالمصارف والمؤسسات المالية الاسلامية إلى المبادرة إلى إنشاء وكالة خاصة بذلك سميت الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف مقرها دولة البحرين.

¹عجيل جاسم النمشي، الفائض و توزيعه في شركات التأمين الاسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010، ص 04

²مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية و متطلبات إصلاحها، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، جامعة الشلف، العدد 10، 2013، ص 54

³كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 50

أنشأت هذه الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية الإسلامية (الاسهم الصكوك) لصالح السلطات الحكومية والشركات المسجلة في بورصة البحرين او خارجية، وتكون هذه الدراسات متاحة للاستخدام لكل من يحتاجها من مستثمرين وشركات ومصارف ومؤسسات مالية وحتى الباحثين.

بالإضافة الى كل هذه المكونات فلا بدّ من تواجد الهيئة العامة للسوق المالية وهي هيئة تملك كل السلطة والقدرة على فرض الرقابة والتنظيم ووضع التشريعات اللازمة، والقيام بالعملية الاشرافية على السوق، بالإضافة إلى العمل على تطوير السوق المالي والقضاء على الاختلالات التي تعيق السير الحسن له، فهذه الهيئة هي المرجعية لكل المتعاملين فيها، سواء فيما يخص بتوفير الحماية أو القيام بأعمال الرعاية والتنظيم، ومن أهم الوظائف التي تقوم بها الهيئة العامة للسوق المالي:

- وضع ما تراه مناسب من قواعد وإجراءات تنظيمية لضبط مختلف المعاملات في السوق .
- القيام بالعملية الرقابية من خلال متابعة مدى التزام المتعاملين بالقواعد التنظيمية وهذا من خلال مختلف الاجهزة الرقابية المنصّبة في السوق.

أما فيما سوق الاوراق المالية الاسلامية فنجد لها هيئة ماثلة للهيئة العامة للسوق، وبنفس الوظائف إلا أنّ هيئة سوق الاوراق المالية الاسلامية لها أدوار بخصوصية معينة تتطلبها القواعد التي تقوم عليها السوق المالية الاسلامية، وهذا بوجود أجهزة رقابية أخرى مثل هيئة الرقابة الشرعية والتي مهمتها متابعة مدى التزام المتعاملين في السوق بأحكام الشريعة الاسلامية، ومنع الاحتيال وحل النزاعات داخل السوق وذلك بغرض حماية الحقوق.

المطلب الثاني: متطلبات التحوّل نحو سوق مالي اسلامي

من أجل نجاح عملية تحويل السوق المالي للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية يجب توفر مجموعة من المتطلبات التشريعية والتنظيمية (القانونية)، ويقصد بهذه المتطلبات مجموعة القوانين والأنظمة واللوائح والتعليمات التي تحكم عمل السوق وتضبط تسييره من حيث اصدار وتداول الأوراق المالية، واجراءات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى تسجيل ونقل الملكية.

والهدف من اعتماد هذه المتطلبات هو السعي لتحقيق دورين مهمين لسوق الاوراق المالية هما: دور تأديبي المتمثل في فرض رقابة شرعية على كافة الإجراءات التي تجري في السوق وضرورة توافقها مع الأحكام الشرعية والدور الثاني دور تنموي من خلال محاولة تنمية السوق المالي الاسلامي وتطويره وتحسين أدائه، ومن المهم أن لا يطغى أحد الدورين على الآخر عند صياغة التشريعات والتنظيمات، بحيث ينبغي أن يكون الهدف إيجاد نوع من التوازن بينهما ذلك أن الغاية من التشريعات والتنظيمات هو تطوير السوق وتمكينه من تحقيق المصدقية والعدالة والكفاءة والفعالية.

ويتطلب الامر خلال إعداد هذه القوانين وتطبيقها أن تتميز بالمرونة اللازمة للتكيف مع التطورات التي قد تحدث خاصة فيما يتعلق بالمخاطر التي قد تظهر من حين لآخر، والتي تستوجب حماية أكبر للمتعاملين في السوق، عموماً يمكن حصر المتطلبات الواجب توفرها لإقامة سوق مالي اسلامي في أربعة محاور رئيسية هي:

- المتطلبات القانونية

- المتطلبات الشرعية

- المتطلبات الإدارية والفنية

- المتطلبات العامة

الفرع الأول-المتطلبات القانونية للتحوّل: ويقصد بها مجموع الإجراءات والخطوات والتدابير التي توفر المظلة القانونية، المطلوب تحقيقها في بورصة الأوراق المالية، بهدف التحوّل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يمكن وصفها بأنها تعمل وفق أحكام القانون، أو ما يمكن تسميتها بأنها بورصة قانونية، وتنبع أهمية المدخل القانوني من أهمية السوق المالي الذي يعد في قمة البناء الاقتصادي المتطور، ولتحقيق هدف العمل وفق أحكام القانون، يمكن البدء بالخطوات التالية¹:

¹مُجدّ وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 175

أولاً- الترخيص لعملية التحوّل: تبدأ عملية التحوّل رسمياً بتقديم طلب رسمي للجهات المختصة يوضّح فيه جملة من البنود، أهمّها: رغبة أصحاب البورصة بالتحوّل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولكن يتطلب قبل الشروع في خطوات الترخيص التعرف إلى جملة من الأمور متعلقة بطلب الترخيص، يجب تحديدها أولاً وهي:

أ- الجهة التي يقدم إليها طلب الترخيص وفي الغالب تكون الجهات الرسمية (الحكومة) ممثلة بوزارة المالية أو الاقتصاد، أو حتى البنك المركزي في بعض الدول وذلك حسب تقسيم الدوائر الحكومية لكل دولة، وهذا نظراً لارتباط البورصة كمؤسسة غير ربحية بالقطاع العام.

وأثناء تسجيل طلب الترخيص لعملية التحوّل نكون أمام ثلاثة فرضيات محتملة التحقق وهي:

الفرضية الأولى: في حال رغبة الجهات الرسمية بالتحوّل الكامل لنظامها الاقتصادي والسياسي مع احتفاظها بملكية وإدارة السوق المالي، وهي الحالة التي يمكن فيها قبول الترخيص للتحوّل بدون أي مشكلة، نظراً لتوافق رغبة التحوّل الكلي للنظام وتوجهه مع تحوّل السوق المالي وأهدافه، وبالتالي يكون طلب الترخيص مقبولاً وتنتقل العملية إلى الخطوة المؤالية والمتمثلة في تشكيل لجنة خاصة تتكفل بتحضير وإعداد الخطة اللازمة لتحقيق أهداف التحوّل بدون أن يتأثر الاقتصاد بذلك خلال هذه العملية.

الفرضية الثانية: إذا رغبت الجهات الرسمية بالتحوّل الجزئي للسوق المالي دون باقي المؤسسات بناء على دراسة معيّنة بهذا الشأن، وهي الحالة التي ترغب فيها الجهات الرسمية بتحويل بورصة الأوراق المالية -دون كامل النظام- للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذه الحالة لن تتعثر خطوات الترخيص لتحوّل البورصة، طالما أن جهة إصدار قرار التحوّل هي نفس جهة مصدر التشريع غالباً، ويمكن أن تتخذ الجهات الرسمية عدّة وسائل للوصول إلى تحقيق هدف التحوّل، مثل أن تقوم الجهة الرسمية بإبلاغ الهيئة العليا للبورصة ومجلس إدارتها بكتاب رسمي يشمل أحد أمرين¹:

1- إما رغبة الجهات الرسمية بتحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مرفق بذكر الأسباب ومبررات هذه الرغبة، والطلب منهم مباشرة بتشكيل لجنة إعداد وتحضير تُعنى بتحقيق الهدف، وتتولى الجهات الرسمية معالجة النواحي القانونية، بمعزل عن هيئة البورصة ومجلس إدارتها.

¹مُجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 176

2- أو ابلاغهم برغبة الجهات الرسمية بالتحول، والطلب من هيئة البورصة ومجلس ادارتها بتقديم طلب خطي لهم بهذا الخصوص مرفق بعدة بنود، كي تتمكن الجهات الرسمية من اتباع الخطوات اللازمة لإتمام مشروع القرار.

الفرضية الثالثة: وهي الحالة التي تتخلى فيها السلطات عن البورصة وتقوم ببيعها للقطاع الخاص في احدى التوجهات التي قد تنتهجها الدولة في اطار ما يعرف بالخصخصة، وهنا تتخلى الدولة عن مسؤولياتها عن الطريقة التي تسيّر بها البورصة، مهما كانت نوعية البورصة تقليدية أو اسلامية، لكن في اطار الاحكام العامة للدولة، وتبقى في هذه الحالة تقوم بوظائفها المعتادة وتسير وفقا للقوانين العامة والخاصة، لتضمن الجهات الرسمية شرعية وقانونية المعاملات التي تجري داخلها وتبقى طلب عملية الترخيص للتحول للعمل وفق أحكام الشريعة في هذه الحالة مرتبطا بالتوجهات العامة للدولة وسياساتها الاقتصادية والشرعية، وغالبا ما تلقى في مثل هذه الحالات صعوبة في قبول الطلب.

ثانيا- خطوات عملية الترخيص: تمر عملية الترخيص للتحول إلى سوق مالي اسلامي بعدة خطوات نلخصها في:

- أولا وقبل الإقدام على طلب الترخيص للتحول نحو سوق مالي اسلامي يجب التعرف على توجهات الجهات المختصة التي يوجه لها طلب الترخيص، وتعتبر هذه المرحلة كمحاولة للحصول على الموافقة المبدئية من الجهات المختصة لمباشرة المرحلة اللاحقة.
- بعد الحصول على الموافقة المبدئية من الجهات المختصة تأتي باقي المراحل للتحول نحو سوق مالي اسلامي، فعلى مستوى بورصة الاوراق المالية يتم عقد اجتماع استثنائي للهيئة العامة للبورصة لمناقشة مشروع التحول والحصول على قرار الموافقة بالتصويت بأغلبية الأصوات (85%) من النصاب القانوني أو بحسب القانون المعمول به¹.
- تشكيل لجنة تحضيرية للقيام بإعداد استراتيجية للتحول توضّح فيها المراحل الزمنية لذلك وما تتطلبه كل مرحلة.

¹مُجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 179

- القيام بتعديل وتحيين جميع القوانين والأنظمة الداخلية للمؤسسات المالية والنقدية بما فيها بورصة الأوراق المالية تماشياً مع ما تقتضيه أحكام الشريعة الإسلامية، خاصة فيما يتعلق بإلغاء جميع المعاملات المالية التقليدية التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية واستبدالها بالمعاملات المالية الإسلامية.
- تنصيب الهيئات الرقابية (الشرعية والقانونية) وتفعيل دورها، سواء فيما يخص سير عملية التحوّل أو مراقبة المعاملات المالية التي تجري في السوق فيما بعد ومعالجة الاختلال الذي قد يحدث، وقد يُرجع إلى هذه الهيئات في كل ما استجد خلال نشاط السوق المالي.

الفرع الثاني-المتطلبات الشرعية للتحوّل: إن الهدف الحقيقي من التحوّل نحو سوق مالي إسلامي هو الوصول الى مرحلة متقدمة من الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية داخل السوق، وتجنب كل الممارسات المتناقضة مع ذلك، وإذا لم يتحقق ذلك فتعتبر العملية فاشلة ولا فائدة من وراءها، لذلك يعتبر تحديد المتطلبات الشرعية اللازم توفرها لعملية التحوّل خطوة مهمة لإقامة سوق مالي إسلامي. ويقصد بالمتطلبات الشرعية كل الإجراءات والتعديلات والضوابط الشرعية التي تسمح بأن يتوافق عمل السوق المالي مع أحكام الشريعة الإسلامية، نَمِيز بين قسمين من المتطلبات الشرعية، قسم فيما يخص ما يجب تجنبه من أنشطة داخل السوق المالي، وقسم فيما يخص ما يجب القيام به من أنشطة.

القسم الاول-الانشطة التي يجب تجنبها داخل السوق المالي:

1- يجب تجنب إدراج أو تداول الأصول المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية المتمثلة في الاصناف التالية:

- السندات بمختلف أنواعها وأصنافها وآجالها، مهما كانت الجهات المصدرة لها(عمومية أو خاصة)، وذلك لإشتمالها على الفائدة الربوية المحرمة بإجماع العلماء إلا في حالات استثنائية تفرضها ضرورة مرحلية خلال خطة التحوّل، خاصة في عملية التحوّل المتدرّج (المرحلي) وبموافقة هيئة الرقابة الشرعية وهذا لتجنب الأضرار التي قد تحدث خلال عملية التحوّل.

- بعض الأسهم غير المتوافقة مع الأحكام الشرعية مثل الأسهم الممتازة بأنواعها، حصص التأسيس، أسهم الشركات التي غرضها الأساسي لا يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية (كالبنوك الربوية، شركات إنتاج الخمر والسجائر، شركات الملاهي الليلية، شركات القمار والمراهنات،...).

- تجنب أنواع من العقود والمعاملات خلال عمليات التداول، والتي لا تتفق مع الشريعة الإسلامية وتكون داخل بورصة الأوراق المالية مثل الشراء بالهامش، التعامل في عقود المشتقات، البيع بالمكشوف.

- تجنب أن تكون سوق الأوراق المالية طرفاً في العقود غير المشروعة كأن تقوم بإيداع أموالها في حسابات بفائدة، أو أن تحصل على السيولة المطلوبة عن طريق الاقتراض المباشر أو غير المباشر.

القسم الثاني - الأنشطة التي يجب القيام بها داخل السوق المالي: من أجل نجاح عملية تحويل السوق المالي التقليدي إلى سوق مالي إسلامي، وبعد تحقيق القسم الأول من العملية من خلال منع الأنشطة التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة، فلا بدّ أن يصاحب هذا المنع إيجاد البدائل الشرعية للأدوات المالية التقليدية ومن بين هذه البدائل نذكر مايلي:

أولاً - إدراج وتداول كافة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية: وتعرف الورقة المالية الإسلامية بأنها "صك يمثل حصة شائعة في مال مُجمع بقصد استثماره للحصول على ربح، يصدره الشخص المستثمر، بصفته مضارباً، أو يصدره شخص آخر لحساب المستثمر، يقبل التداول والتحويل إلى نقود"¹، وتمثل الأوراق المالية الإسلامية في أدوات الملكية التالية:

- 1- الأسهم العادية، والأسهم الإسمية، وأسهم رأس المال، على أن تكون الشركات المدرجة أسهمها في البورصة غرضها الأساسي متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية دون أن يخالط أموالها موارد غير شرعية
- 2- الصكوك الاستثمارية الإسلامية: وتعتبر الصكوك من أهم وأحدث ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية وقد سبق التطرق إلى تعريفها و مختلف الخصائص المرتبط بها في قسم سابق من هذا البحث.

¹ حسين حامد حسان، كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي - الأدوات المالية الإسلامية، المكتبة الشاملة الحديثة، ص 1048،

على الرابط: <https://al-maktaba.org/book/8356/12580#p3>

ثانياً- استحداث أنواع واسعة من عقود التداول والمعاملات المتوافقة مع أحكام الشريعة: إنّ عملية التحوّل من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي لا تعني بالضرورة هدم كل ما هو قائم وإعادة البناء من جديد، وإنما يكون الأمر بإلغاء ما هو مخالف لأحكام الشريعة فقط، وتعديل ما يلزم تعديله ليتوافق مع الأحكام الشرعية، دون المساس بما هو قائم ولا يتعارض مع أحكام الشريعة، وتتمثل أنواع المعاملات التي سيتم إتاحة التعامل بها في بورصة الأوراق المالية المتحوّلة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، في الأنواع التالية¹:

1- العمليات العاجلة الإسلامية: من خلال ما تمّ التعرف إليه في العمليات العاجلة التقليدية، ومفهومها، والغرض منها وأنواعها، ثمّ بيان مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، تمّ التوصل إلى النتائج التالية:

النتيجة الأولى: أن النوع الأول من العمليات العاجلة (الشراء بكامل الثمن) بالآلية التي يتم بها في البورصة، لا يوجد في هذا النوع من التداول ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، سواء كان لغرض الاستثمار أو المضاربة.

النتيجة الثانية: أن النوع الثاني من العمليات العاجلة (الشراء بالهامش) بالآلية التي يتم بها في البورصة، مرفوض من الناحية الشرعية، وذلك لقيامه على أساس القرض بفائدة وتقديمه من جهة الوساطة المالية، إلّا أنّ باقي مكونات الشراء بالهامش، لا يوجد فيها ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى ذلك إن خلا عقد التعامل بالهامش من القرض بفائدة، وقدم من جهة غير الوساطة المالية، فيمكن أن يصبح عقداً موافقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك في إطار إدخال بعض التعديلات مثل:

1- أن يقدم القرض بدون فائدة: ويعرف في المجال المصرفي بالقرض الحسن، إلّا أن القرض الحسن له ضوابط يجب الوقوف عندها كأن لا يكون مُصدر القرض والسّمسار من نفس الجهة لتجنب المنفعة التي قد تنشأ عن ذلك من خلال اشتراط أن يمارس السّمسار الوساطة المالية في العملية مقابل تقديم القرض.

2- أسلوب التمويل بالمراجحة: وذلك بأن يتقدم العميل (المستثمر) إلى جهة التمويل (البنك أو السّمسار) بأن يشتري له من الأوراق المالية ما يحدده له، ويتم بيان كل من عدد الأسهم، وسعرها، والشركة التي تمتلكها، ونسبة الربح، ونقل الملكية في ضمان الممّول أولاً وغيرها، وتأخذ العملية كلّها أحكام المراجحة للأمر بالشراء².

¹مُجّد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 205-206، بتصرف

²مُجّد سليمان الأشقر وآخرون، بيع المراجحة، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، دار النفائس للنشر والتوزيع، ص 81

3- أسلوب التمويل بالمشاركة: وذلك بأن يقدم السمسار - أو أي جهة أخرى - التمويل اللازم للمستثمر، على أساس التمويل بالمضاربة، وتأخذ العملية كلها أحكام المضاربة الشرعية على اعتبار أن يكون المستثمر مضاربا والممول رب المال، وتقسم نتائج الاستثمار المالي (الأرباح والخسائر) بينهما بحسب الحصص أو ما يتفقون عليه، وتكون حصة المستثمر من الربح أكثر كونه قدم ماله (الهامش) وضارب في مال غيره، وإذا كان مصدر التمويل هو السمسار، فإن له حقا في الأرباح وله حقا مقطوعا كعمولة، بصفته وكيلًا عن المستثمر، لتنفيذ عمليات البيع والشراء، وقد يبدو هذا الأسلوب عمليا أكثر.

وفي شأن الشراء بالهامش يقول الدكتور مبارك آل سليمان: " وبهذا يتبين أنه لو خلا الشراء بالهامش من الربا، كأن يكون القرض بلا فائدة، وكان من غير السمسار، أو كان التمويل بأسلوب المشاركة بين السمسار والراغب في الشراء، أو نحو ذلك، لكان مباحا، والله أعلم"¹.

2- العمليات الآجلة الإسلامية: من خلال ما تطرقنا إليه فيما يخص العمليات الآجلة التقليدية، مفهومها وأنواعها والغرض منها نلاحظ أن مختلف العقود الآجلة يشوبها البيوع المحرمة خاصة فيما يخص بيع ما لا يتم تملكه وتأجيل استلام البدلين، إلا أن هناك من ذهب إمكانية إلغاء بعض الممارسات لتكون العقود الآجلة خالية من المخالفات الشرعية، وذلك في إطار إدخال التعديلات التالية²:

- أن يقصد المتعاملون (أفراد، شركات، حكومات) بالمعاملات العاجلة الباتة تسليم الثمن والمثلن في يوم التصفية، بأن يتسلم المشتري الأوراق المالية ويتملكها، وتقيّد في محفظته، ويسلم ثمنها للبائع، وأن تتم على هذا الوجه دون تصفية المراكز بالتسوية النقدية.

- ألا يمارس أحد المتعاقدين (أفراد، شركات، حكومات) أنشطة من شأنها أن تشوّه القيم الحقيقية للأصول محل الصفقة.

ثالثا- إنشاء وتأسيس هيئة الرقابة الشرعية: يعتبر وجود هيئة رقابة شرعية في مختلف المؤسسات والهيئات المالية من أهم المتطلبات الواجب توفّرها، وتعد الرقابة الشرعية من أهم الأجهزة الرقابية المستحدثة في مؤسسات هذه الصناعة، فهي تدخل في أكثر من نوع من أنواع الرقابات في الشرع الإسلامي، وهي الأساس الذي يعتمد

¹مبارك آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 705

²محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 211

عليه الكثير من المتعاملين مع هذه المؤسسات لمعرفة مدى التزام تلك المؤسسات بالأحكام الشرعية، كما أنّها تعتبر من أحد الفوارق الأساسية بين المصارف الإسلامية والتقليدية¹.

وتعرف هيئة المراقبة الشرعية بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إلمام بفقه المعاملات"².

ومن خلال هذا التعريف يتضح أن هيئة الرقابة الشرعية تقوم بمهمتين: الأولى إصدار الفتوى التي تساعد المؤسسة على الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها وأوجه نشاطها، أي أنّ الهيئة تقوم بإصدار الفتاوى والتوصيات فيما تعرضه عليها الإدارة من تساؤلات كمراجعة نماذج العقود واللوائح التي تستعملها المؤسسة في معاملاتها، والدور الثاني يتمثل في الرقابة الشرعية من خلال مراجعة وتدقيق معاملات المؤسسة للتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية وتنبيه الإدارة على المخالف منها بقصد تصحيحه وعدم تكراره.

وخلال بداية عملية التحوّل من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي يظهر الدور الهام الذي تقوم به الرقابة الشرعية في مرافقة عملية التحوّل إلى غاية التحوّل النهائي، وبعد ذلك لا يمكن إضفاء الصبغة الشرعية على السوق المالي الإسلامي إلا بوجود هيئة للفتوى والرقابة الشرعية متخصصة، تتولى مهمة تأصيل وتكييف خدمات ومنتجات ونشاطات المعاملات المالية التي تتم من خلال السوق المالي المتحوّل.

3- المتطلبات الإدارية والفنية: بعد توفير الغطاء القانوني والشرعي لإقامة سوق مالي إسلامي، ينتقل الأمر بعد ذلك إلى توفير بيئة لا تقل أهمية عن المتطلبات القانونية والشرعية، بل لها أهمية كبيرة في الجانب العملي والتطبيقي لعملية التحوّل والتي تعرف بالمتطلبات الإدارية، ونقصد بذلك كل ما يتعلق بالتسيير الإداري لمصالح

¹ محمد أمين القطان، الرقابة الشرعية الفعالة في المصارف الإسلامية، أبحاث المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، 2005، ص 7

² محمد أمين على قطان، هيئات الرقابة الشرعية: اختيار أعضائها و ضوابطها، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية المالية، البحرين 2008،

السوق المالية الإسلامية من معدات ووسائل مادية وبشرية وما يرتبط بها من إعداد وتخطيط وتدريب، توفير المستلزمات والأدوات و نحوها.

فالمطلبات الادارية والفنية للتحوّل تشمل كل الإجراءات التي تتعلق بالنظام الاداري للسوق المالي التي تتطلبه عملية التحوّل، وفيما يلي أهمّ هذه المتطلبات:

1- تعيين لجنة إدارة التحوّل: بعد اتخاذ قرار التحوّل من الجهات (العامة أو الخاصة) والتأكد من عدم وجود معارضة قانونية مبدئية لهذه الخطوة، والتأكد من جدوى التحوّل اقتصاديا، يجب تعيين هيئة الرقابة الشرعية، ولجنة تحضيرية لإدارة التحوّل، تعنى بكل شؤونه، ويكون ارتباطها التنظيمي بمجلس إدارة البورصة، ويحوّلها بكل الصلاحيات ذات الصلة، وأن يوفر لها الدعم المالي والفني واللوجستي، وأن يتم عرض كل ما يتوصل إليه على مجلس الإدارة، تحت إشراف ورقابة هيئة الرقابة الشرعية ويجب في أثناء تعيين اللجنة وانتخابها، تحديد مهامها على شكل بنود موائمة لنوع الشكل والأسلوب الذي ترغب إدارة البورصة ممارسته لتحقيق الهدف¹.
تقوم هذه اللجنة برسم استراتيجية واضحة المعالم لمراحل عملية التحوّل والمتطلبات اللازمة لذلك، وهذا وفقا لبرنامج زمنية دقيقة مرتبطة بأهداف مرحلية والتي ينتج من خلالها التحوّل نحو سوق مالي اسلامي كما كان مخطط له.

2- تأهيل وتدريب الإطارات العاملة للقيام بالعمل الجديد: نظرا لطبيعة السوق المالية الإسلامية المتحوّل إليها وخصوصيتها، يتطلب الأمر إعداد وتكوين الاطارات والموظفين وتأهيلهم للتكيف مع السوق الجديد، وذلك لأن العنصر البشري يعتبر محور عملية التحوّل ولإنجاح ذلك واستمراره يجب تأهيل الكوادر البشرية لمواجهة متطلبات المرحلة بكفاءة وجديّة.

ونظرا أن السوق المالي التقليدي يختلف من حيث المبدأ والأدوات المتداولة فيه عن السوق المالي الإسلامي، فإن العنصر البشري الممارس للعمل في البيئة التقليدية يبقى قاصرا في أداء عمله في البيئة الإسلامية، لذا وجب إعادة تأهيله بما يتماشى و مبادئ عمل السوق المالي الإسلامي بمختلف أدواته ومؤسساته المالية، والغرض من

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 242

إعادة تأهيل العنصر البشري هو نجاح عملية التحوّل والمحافظة على استمرار وجود السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال تحقيق الاهداف التالية:

- التعريف بالاقتصاد الإسلامي وتطبيقاته وخاصة الاسواق المالية.
 - تحسين الأداء ورفع مردودية العمّال من خلال الحثّ على تطبيق تعاليم الاسلام والاخلاق الحسنة في المجال الوظيفي.
 - اعداد مستخدمين أكفاء يتناسبون مع تحديات الوظائف الجديدة.
 - زرع روح التعاون وحب العمل لدى القوى العاملة واستشعار المسؤولية الجماعية.
- ويجب أن تشمل عملية الرسكلة والتدريب جميع العاملين في السوق المالي حتى تكون عملية التحوّل صحيحة ومجدّية، كما أنّ هذه العملية تكون دورية ومستمرة حتى تتمكن الكوادر الإدارية من مواكبة المستجدّات التي قد تحدث في الاسواق المالية، بالإضافة إلى أنّه لا يجب أن تقتصر عملية التدريب على مجال واحد بل يجب أن تشمل مختلف المجالات، الثقافية من ترسيخ المبادئ والقناعات التي يبنى عليها الاقتصاد الإسلامي، التقنية والفنية من خلال التدريب على أنظمة الاعلام الآلي و تطبيقاتها المختلفة... الخ.
- 4- المتطلبات العامة:** ونعني بها كل الاجراءات التي من شأنها أن تساعد على عملية التحوّل، تكون مساندة لإقامة سوق مالي اسلامي، وتتعلق بالنظام التشريعي أو الاقتصادي أو الشرعي أو الإداري في الدولة، وهي تساعد على نجاح عملية التحوّل بشكل غير مباشر من خلال توفير الأرضية اللازمة والعناصر المساندة لقيام سوق مالي اسلامي، ويمكن احصاء جملة من المتطلبات في هذا الشأن نذكرها فيمايلي:
- اقامة مؤسسات مالية اسلامية مساندة و توفير التشريعات اللازمة التي تضبط نشاطها.
 - توفير سوق لرأس المال أولي للإصدارات الإسلامية.
 - توفير سوق نقدي أولي و ثانوي اسلامي من خلال انشاء بنك مركزي اسلامي.
 - توفير منتجات مالية ذات قبول واسع متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية.
 - العمل على تحقيق التكامل بين الاسواق العربية والإسلامية من أجل إيجاد طريقة لتداول الاصدارات الدولية للمنتجات المالية الإسلامية وهذا من خلال توفير التشريعات اللازمة لتسهيل حركية رؤوس الاموال.

خلاصة الفصل

تمّ خلال هذا الفصل التعريف بالسوق المالية الإسلامية، انطلاقاً من عرض مفهومها ومراحل نشأتها وتطورها، مع ذكر أهميتها والوظائف التي تضطلع بها بالإضافة إلى بيان نطاق عملها، بحيث أن السوق المالي الإسلامي كمنظيرتها من السوق التقليدية تنقسم إلى قسمين سوق النقد وسوق رأس المال إلا أن الفرق بينها يتمثل في كون أقسام السوق المالية الإسلامية تخضع لإجراءات التعامل فيها من إصدار وتداول لأحكام الشريعة الإسلامية في مختلف مراحل سير السوق المالي. وبالتالي فإن السوق المالي الإسلامي هو عبارة عن إطار شرعي منظم يتم من خلاله إصدار وتداول مختلف الأدوات المالية (أدوات سوق النقد، وأدوات سوق رأس المال) والتي تعتبر كبداية للأدوات المالية التقليدية، وذلك بهدف استغلال الطاقة التمويلية للمجتمع المسلم والاستفادة منها في العمليات الاستثمارية من خلال توطين أموال المسلمين المهاجرة في الخارج واستقطاب الأموال المكتنزة والمتحفظ أصحابها من استثمارها في الصيغ الربوية، من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

وقد اختلفت طرق وأساليب إقامة سوق مالي إسلامي باختلاف الأشكال النهائية التي وصلت إليها السوق المتحوّلة، فنجد أن بعض الدول قد اختارت أسلوب التحول المتدرج أو الجزئي بنظام مزدوج تقليدي وإسلامي خاضع لهئية رقابية واحدة وهذا بحسب اجتهادات وتوجهات الدولة المعنية مثل ما كان عليه الشأن في ماليزيا، كما اعتمدت دول أخرى أسلوب التحول الكامل من خلال تحويل كامل نظامها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وهذا كذلك له مبرراته وأسبابه للدولة المعنية بذلك مثل السودان، وهناك مجموعة أخرى من الدول الإسلامية بقيت متحفظة بشأن التحول فاقترحت مبادراتها على انشاء بعض الشبايك والنوافذ للمعاملات المالية الإسلامية والذي يبقى اجراء ضعيفا لبلوغ اهداف التحول نحو سوق مالي إسلامي، وقد تم خلال هذا الفصل استعراض سلبيات وإيجابيات كل أسلوب من اساليب التحول.

كما تطرقنا خلال هذا الفصل إلى بيان الدور الكبير الذي تلعبه الهيئات الشرعية و الرقابية للسوق المالي في نجاح عملية التحول وتنمية السوق المالي الإسلامي وتطويره من خلال مراقبة مختلف الأدوات المالية المصدرة والاجراءات المرافقة لعمليات الاصدار والتداول، كما تلعب دورا بارزا في اعتماد الابتكارات المالية الإسلامية البديلة عن الأدوات المالية التقليدية وبالتالي تكتسب السوق المالية الإسلامية مصداقيتها من مصداقية أداء الهيئات الرقابية والشرعية للسوق المالي الأمر الذي يؤدي إلى اتساع السوق المالي وتطوره

الفصل الرابع

التجارب العملية للتحويل نحو سوق مالي اسلامي

تمهيد:

عملت كثير من الدول الاسلامية إلى التوجه لإصدار بعض الأدوات المالية غير التقليدية المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي دعا إلى التفكير لإقامة سوق مالي اسلامي ينظّم هذه الأدوات إصدارا وتداولاً بعيداً عن المحظورات الشرعية التي تكتنف التعامل في الأسواق المالية التقليدية، وتعتبر التجربة الماليزية أول تجربة رائدة لإقامة سوق مالي اسلامي متكامل الأركان والشروط من خلال انتهاجها أسلوب التحوّل الجزئي ثم المرحلي، أما التجربة السودانية فأسلوب التحوّل الذي انتهجته يختلف تماماً عن ذلك المتبع في ماليزيا، حيث أن السودان قامت سنة 1984 بأسلمة نظامها الاقتصادي بالكامل، ومن ثمّ تحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي يتوافق وأحكام الشريعة الاسلامية وبالتالي يعتبر أسلوب التحوّل المتبع في السودان أسلوب التحوّل الكامل.

بما أن السوق المالي لا يمكنه أن يتطور ويؤدي الوظائف المنوطة به بمعزل عن الأسواق المالية الأخرى، كان لزاماً على الدول الاسلامية أن تضع بعض الآليات والميكانيزمات التي من شأنها أن تسمح بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية خارج السوق المالي الاسلامي المحلي، وبالتالي الإفتتاح على باقي الاسواق المالية الاسلامية وهذا من خلال سن تشريعات وعقد اتفاقيات ما بين الدول، التي يمكن أن تؤدي إلى توحيد شروط قيد وتداول الأوراق المالية، لهذا اجتمعت الهيئات المسؤولة على إدارة الأسواق المالية في الدول الاسلامية والمتمثلة خاصة في المؤسسات النقدية الإشرافية لعدد من البلدان التي عرفت اصدارات ملموسة لبعض من الأدوات المالية الاسلامية، كان الغرض من هذا الاجتماع هو التخطيط لإقامة سوق مالية اسلامية دولية والتي اتخذت من دولة البحرين مقراً لها، حيث تسعى هذه السوق للتنسيق والتعاون بين المؤسسات المالية الاسلامية بغرض تطوير السوق المالية الاسلامية الدولية المبنية على الإلتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية.

سنتطرق في هذا الفصل إلى عرض أهم التجارب التي قامت بتطبيق الأحكام الشرعية على المعاملات المالية، وبالتالي الإنتقال نحو سوق مالية اسلامية، حيث سيتم ذلك من خلال دراسة نموذجين، الأول يخضع لنظام مالي مزدوج وهيئة رقابية واحدة والذي عرف تطبيق أسلوب التحوّل الجزئي والمرحلي، أما الثاني يخضع لنظام مالي اسلامي بالكامل و عرف تطبيق أسلوب التحوّل الكامل، وفي آخر الفصل سنتطرق الى التجربة

الجزائرية في مجال الصيرفة الاسلامية وإمكانية إقامة سوق مالي اسلامي، وعليه سيقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

- التجربة الماليزية لإقامة سوق مالية اسلامية.
- التجربة السودانية لإقامة سوق مالية اسلامية.
- امكانية اقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر.

المبحث الأول: التجربة الماليزية لإقامة سوق مالية اسلامية

يعتبر سوق رأس المال بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا للشريعة الإسلامية وذلك منذ سنة 1983، حيث يتكون من سوق رأس مال تقليدي وآخر إسلامي، هذا الأخير يعد نمطا جديدا للتعامل مقارنة مع سوق رأس المال التقليدي، وإن كان يخضع للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع إليها السوق التقليدي، فهو أحد عناصر سوق رأس المال الماليزي التي تقدم فيه فرص التمويل والاستثمار المتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين المسلمين وغيرهم، حيث تطبق أحكام الشريعة تطبيقا تاما¹.

رفعا لمستوى الثقة داخل السوق المالي الماليزي خاصة لدى المستثمرين فيه، كان على الهيئات الاشرافية الماليزية أن تنشئ جهة رقابية شرعية لضمان إلتزام أنشطة السوق بأحكام الشريعة الاسلامية حفاظا على ثقة المتعاملين، والترخيص لإصدار وتداول الأدوات المالية المبتكرة، والعمل على تطوير السوق المالي من خلال توسيع مجال الابتكار المالي المتوافق مع الأحكام الشرعية.

المطلب الأول: سوق رأس المال الماليزي

السوق المالي في ماليزيا كغيره من الأسواق المالية العالمية نشأ بشكله التقليدي كضرورة حتمية لمسايرة التطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي، خاصة فيما يتعلق بالحاجة إلى رؤوس الأموال التي تمول الاقتصاد، وهذا ما أصبحت تؤمنه الأسواق المالية من خلال الوظيفية التمويلية التي تقوم بها عن طريق تجميع الأموال من أصحاب الفوائض المالية وتصريفها نحو أصحاب العجز المالي، ويعتبر سوق رأس المال التقليدي من أهم أقسام السوق المالي الماليزي، لذا سنتطرق قبل كل شيء إلى توضيح مفهوم ونشأة كل ما يتعلق بسوق رأس المال التقليدي بماليزيا، كونه ظهر قبل تأسيس السوق المالي الاسلامي.

الفرع الاول- مفهوم و نشأة سوق رأس المال الماليزي: تعود بداية صناعة 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 سماسرة بورصة سنغافورة، كجمعية منظمة ورسمية تختص في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سماسرة بورصة ماليزيا سنة

¹ سليم جابو، نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية (تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق في الجزائر "دراسة استشرافية")، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - 2018، ص 55

1937، ويرجع ظهور سوق رأس المال الماليزي إلى سنة 1960، وتطور تدريجياً مع مرور الوقت، لكن تطوره كان ملحوظ وملفت خاصة في أوائل الثمانينات، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد حاجيات القطاع العام، الذي كان يعد قطاعاً أساسياً ومهماً لتطوير الاقتصاد الماليزي والنهوض به، غير أن الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام يُنصب على كلاً القطاعين: العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزي، ليتم إصدار أولى سندات من القطاع الخاص سنة 1980، وتوالى بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية¹.

وقد ساهمت هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تأسست سنة 1993 في تطوير سوق رأس المال الماليزي، وهي الجهة الوحيدة التي لها صلاحيات تنظيم السوق، وتمنح الترخيص لإصدار وتداول مختلف الأوراق المالية بنوعيتها التقليدي والإسلامي، كما ساعد في تطوير سوق رأس المال الماليزي تأسيس بورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، بالإضافة لسوق المشتقات وسوق السندات، ومن خلال ذلك أصبح سوق رأس المال بماليزيا مصدراً مهماً لرؤوس الأموال التي يحتاجها القطاع العام والخاص لما يوفره من مختلف البدائل المالية التي يحتاجها الإقتصاد لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما ينتج عن ذلك تنمية وتطوير مختلف القطاعات الصناعية والاقتصادية بماليزيا.

كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ 22 فيفري 2001، ومن أهداف هذه الخطط²:

- جعل سوق الاوراق المالية الماليزية مركزاً لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين.
- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة.
- تقوية الرقابة.

¹ كتاب شافية، مرجع سبق ذكره، ص 114

² سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 56

- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

الفرع الثاني- أقسام سوق رأس المال الماليزي: ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي:

أ-سوق الملكية: وهو السوق الذي تتوفر فيه المعاملات والخدمات المتعلقة ببيع وشراء أدوات الملكية كألسهم، شهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة التقليدية والاسلامية، ولتسهيل عمليات تداول هذه الأدوات تمّ إنشاء بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات الماليزي لسنة 1965 المعدل سنة 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية الماليزي لسنة 1973 المعدل عام 1983 ثمّ تمّ تعديله مرة اخرى سنة 1987 م، ويتم في هذه البورصة تداول الأوراق المالية التالية:

- الأسهم العادية، والأسهم الممتازة.
- شهادات صناديق الاستثمار العقاري.
- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة.
- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

ب- سوق السندات: سوق السندات هي سوق منظمة يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة والسندات الخاصة التي تصدرها الشركات الخاصة، وتتميز هذه السندات بفترة استحقاق تزيد عن السنة الواحدة، وتعمل إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل مختلف الصفقات التي تتم في سوق التداول، والمتمثلة في عمليات التسوية والتداول التي تتم على السندات بنوعها الإسلامي والتقليدي.

يخضع هذا النظام لرقابة وإشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولا عن السوق الأولي للسندات، في حين تتولّى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمّة الرقابة والإشراف على السوق الثانوية لسوق السندات¹.

ج- سوق المشتقات: بدأ بالتعامل بالأدوات المشتقة سنة 1980، وأول ما تمّ تداوله كمنتج مشتق هو عقود المستقبلية لزيت النخيل، وعقود المستقبلية للمطاط وعقود المستقبلية للقصدير، ثم توالى باقي عقود المستقبلية وعقود المبادلات والخيارات في التعدد والانتشار في بورصة المشتقات الماليزية إلى غاية ما

¹كتاف شافية ، مرجع سبق ذكره، ص115

أصبحت عليه الآن، حيث يتم تداول عقود المستقبلات والخيارات في البورصة، أمّا عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة خارج البورصة.

تعتبر البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وسيلة فعّالة و متميزة للتحوط من الأخطار، وتوفر هذه البورصة بديلاً جديداً للمستثمرين في مجال الاستثمار بغرض حماية أنفسهم من المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار الأوراق المالية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وهم يتمتعون بتسهيلات فيما يتعلق بالمشتقات¹.

الفرع الثالث- الهيئات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي: الهدف من إنشاء هذه الهيئات هو ضمان التزام متعاملي السوق والمستثمرين بكافة القوانين والتشريعات المنظمة للسوق هذا من جهة، ولحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال من جهة أخرى، يخضع سوق رأس المال في ماليزيا لرقابة مجموعة من الهيئات أهمها:

أ- هيئة الأوراق المالية: تعتبر الجهة الرقابية العليا لسوق رأس المال الماليزي وهي ملحقة مباشرة بوزارة المالية، تمّ إنشاؤها في 01 مارس 1993م من طرف الحكومة الماليزية بإسم قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 1993م، ومن أهمّ الوظائف التي أنشأت من أجلها مايلي:

- تسجيل نشرة الاكتاب لجميع الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- منح الترخيص للشركات لإصدار السندات.
- الرقابة والإشراف على العمليات التي تجري على الأوراق المالية وعقود المشتقات التي تجري داخل البورصة (المستقبلات والخيارات).
- منح الترخيص للوسطاء وسماسرة البورصة.
- الإشراف على عمليات التسوية والمقاصة والإيداع المركزي التي تجري على مستوى بيوت التسوية والمقاصة.
- الرقابة و الإشراف على صناديق الاستثمار.
- تنظيم عمليات الاستحواذ(شراء شركة لأخرى أو مجموعة فروع) والإندماج.

¹ جابو سليم، مرجع سبق ذكره، ص 58

فضلا عن ما سبق، فإنّ الهيئة مسؤولة عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤولياتها عن تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي والعالمي¹.

ب- الهيئات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال الماليزي: هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا، تتكون الجهات الفرعية من البورصة الماليزية المحدودة " Bursa malaysia BHD " والشركات التابعة لها، وأهم هذه الشركات هي²:

ب-1- بورصة الأوراق المالية المحدودة: كانت معروفة سابقا ببورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وتتكفل بجميع الأعمال الرقابية الخاصة بالأوراق المالية، والحرص على تطبيق القوانين المتعلقة بالشركة المدرجة في البورصة، كما تمنع جميع العمليات المحظورة التي قد تؤدي إلى إختلال السوق من خلال سن القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها، وتكون وزارة المالية الماليزية مسؤولة مسؤولية غير مباشرة على الرقابة المطبقة على أنشطة البورصة، ويُفهم من ذلك أن البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية.

ب-2- بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة: وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونيا، وتوفر خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983، ومن وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

¹ جابو سليم ، مرجع سبق ذكره، ص58

² نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا- رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية بغزة، 2007، ص 94

ب-3- بورصة الإيداع المحدودة: وهي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم، وهذا النظام لتسوية أسعار الاسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة، وتسوية هذه الأسعار يكون من خلال الأنظمة الإلكترونية (<http://www.klse.com.my>)، ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف بإسم "Central Depository System Account (CDS)"، وتتم عملية التسجيل في الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض في حساب التوفير، وهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الامور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقا للقوانين المنظمة.

ب-4- بورصة المشتقات المحدودة: وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلية، والخيارات، والمبادلات، والعقود الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الاوراق المالية الماليزية والبورصة بحد ذاتها، وقد كانت هيئة الاوراق المالية الماليزية تطبق قانون صناعة المستقبلية 1993، وتقوم بورصة المشتقات بتطبيق قواعد الأعمال كجهة رقابية ذاتية، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

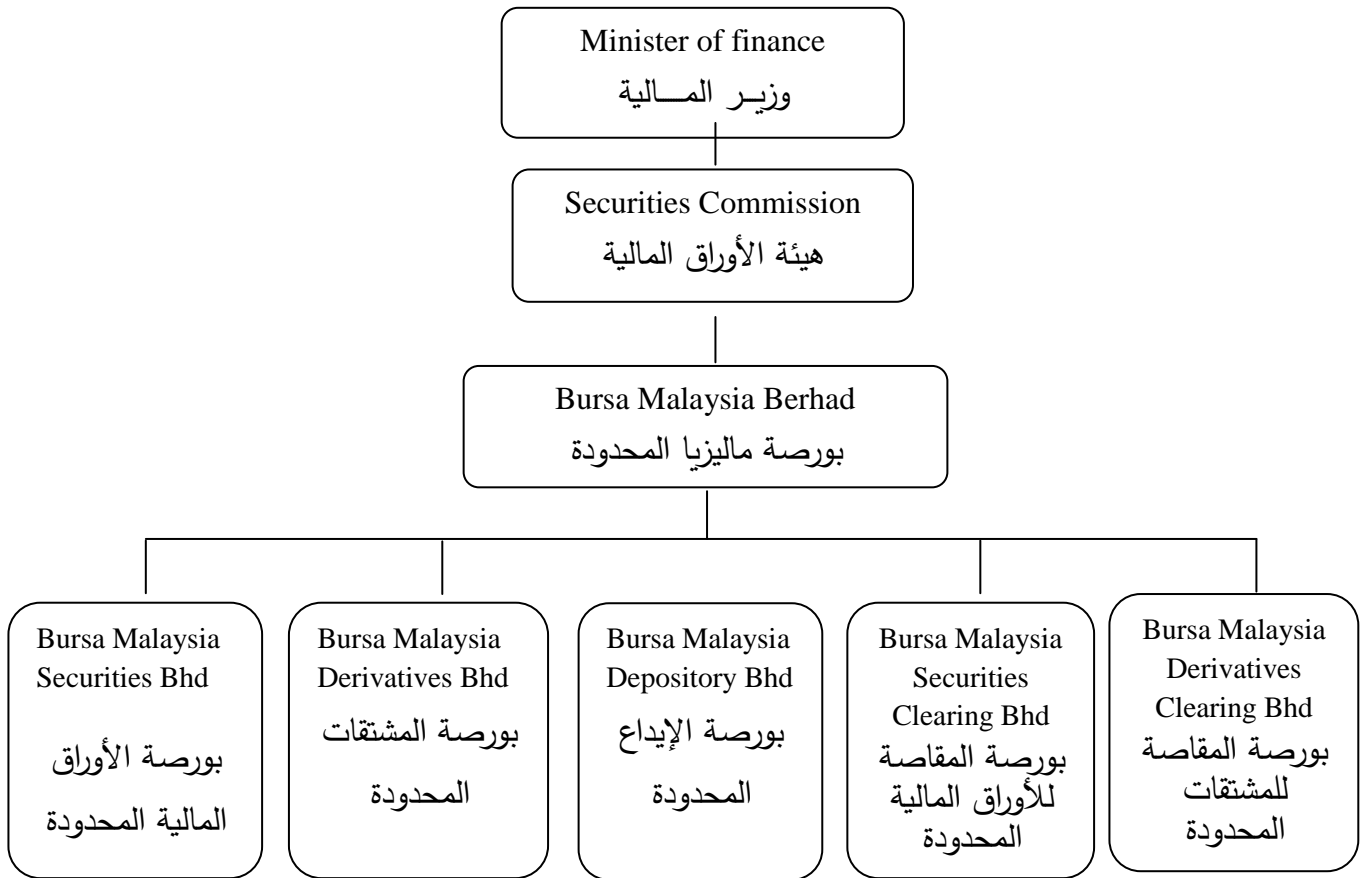
ب-5- بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة: وهي مكان إجراء المقاصة للمشتقات المتداولة في البورصة الماليزية، وهي مسؤولة عن كافة الإجراءات المتعلقة بالمقاصة والتسوية عند تداول المستقبلية والخيارات (باعتبارها منتجات يتم التعامل بها داخل البورصة).

يخضع سوق رأس المال الماليزي بشقيه الإسلامي والتقليدي لجملة من القوانين التي تهدف إلى إحكام الرقابة على السوق وتطويره نحو الأفضل، وتتمثل هذه القوانين فيمايلي:

- قانون الشركات لعام 1965.
- قانون الصناعة للأوراق المالية "الإيداع المركزي" لعام 1991.
- قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993.
- قانون صناعة السوق المستقبلية لعام 1993.

والغاية من وجود هذه المجموعة من الهيئات الرقابية المدعّمة بترسانة من القوانين هو مساعدة أسواق الملكية للأسهم وأسواق الدين للسندات، والمشتقات لكسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال الإلتزام الصارم بالقوانين الصادرة عن الحكومة وهيئة الأوراق المالية. ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة كما هو في الشكل التالي والمأخوذ من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا:

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة ماليزيا <http://www.klse.com.my>

المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعتبر إقامة سوق رأس المال الإسلامي من بين الخطوات التي قامت بها الحكومة الماليزية لإصلاح سوق رأس المال المحلي، حيث أن هيئة الأوراق المالية الماليزية كما تقدم ذكره عملت على جعل ماليزيا مركزا دوليا

لسوق رأس المال الإسلامي وإعطاءه أولوية هامة، وبذلك أصبح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أحد المكونات الأساسية لسوق رأس المال في ماليزيا، ويلعب دورا هاما ومنافسا لعناصر سوق رأس المال الأخرى في الرفع من نمو الاقتصاد الماليزي وتوفير التمويل اللازم له، يتكون سوق رأس المال الاسلامي الماليزي من ثلاثة أقسام رئيسية: سوق أدوات الملكية الاسلامية، سوق الصكوك الاسلامية، بالإضافة إلى الوسطاء والخدمات. يختلف مفهوم سوق رأس المال الإسلامي عن نظيره التقليدي من حيث التعريف، والرقابة الشرعية المطبقة على العمليات التي تجرى فيه، والأدوات المتداولة فيه، وفيما يلي سنتطرق إلى مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة إلى أهميته والمكونات الأساسية له.

الفرع الأول - مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يقصد به السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، وأن يكون السوق موافقا لأحكام الشريعة الاسلامية يعني:

أ- خلوه من الفائدة أو الربا.

ب- خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر.

ج- خلوه من الميسر ونحوه.

د- تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعا¹.

وعرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الاجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر وما شابه ذلك، فهو سوق يوفر فرص لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية الشرعية، من خلال تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية².

تعود البداية الحقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الاسلامي، حيث تم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية، وتبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلام ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في

¹ محمد نورالدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008، ص 13

² Securities Commissions Malaysia, Islamic Capital Market, on line available at: <http://www.sc.com.my/22/2008/23sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=>

01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد، والذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993¹.

التوجه لتطبيق العمل المصرفي الاسلامي على مستوى البنوك في ماليزيا فتح المجال للتوجه نحو تطبيق أحكام الشريعة الاسلامية على مستوى السوق المالي والبورصة، حيث كانت بداية نشاط سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا في أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الاسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في سنة 1990، ثم تبعه إصدار العديد من الأدوات المالية الاسلامية الأخرى، الأمر الذي ساعد على زيادة عمق السوق وإتساعه لتنوع الأدوات المالية المتداولة فيه، وبعدها تم السماح بتأسيس نوافذ السمسرة ونظام صناديق الاستثمار الاسلامية في ماليزيا. في سنة 1994 قامت وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية ببعض الإجراءات، تهدف من خلالها تشجيع الأنشطة الاسلامية في السوق المالي، ومن ذلك تم تشكيل قسم سوق رأس المال الاسلامي، اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية التي تملك صلاحيات الترخيص بإصدار الأوراق المالية، ثم تحولت هذه اللجنة بعد سنة تحت مسمى اللجنة الاستشارية الشرعية مع توسيع مسؤولياتها وصلاحياتها.

الفرع الثاني - مراحل نشأة سوق رأس المال الماليزي: شرعت الحكومة الماليزية في أفريل 2001 ولمدة عشرة سنوات في إعداد خطة عامة لسوق رأس المال وفق استراتيجية تتكون من ثلاث مراحل، من أهم أهدافها تطوير سوق رأس المال الإسلامي وخاصة في مجال إصدار سندات الدين الإسلامية أو "الصكوك" كما يطلق عليها حاليا، وهذه المراحل كالتالي²:

المرحلة الأولى (2001-2004): وفيها قامت السوق بتقوية وتطوير المؤسسات الاستثمارية المحلية.

المرحلة الثانية (2005-2006): وفي هذه المرحلة تعزز سوق رأس المال من خلال تطوير بعض القطاعات الأساسية كسوق الاسهم، وسوق السندات والمشتقات، وقطاع السمسرة، ومؤسسات التسويق والإدارة والاستثمار، ومن بين الخطوات الهامة في هذه المرحلة هو تحويل البورصة إلى شركة مساهمة وإدراجها كشركة عامة متداولة في "بورصة كوالالمبور للأوراق المالية"، والتي تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا بيرهاد.

¹ جابو سليم، مرجع سبق ذكره، ص 61

² بن قايد الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 254

المرحلة الثالثة (2007-2010): في هذه المرحلة تمت مواصلة عمليات التطوير لمقتضيات السوق، بما فيها الأنظمة الضريبية، وأنظمة الصرف، وسياسات تشجيع الإدخار، وفتح المزيد من الأسواق الإسلامية أمام الوسطاء الأجانب، بما يمكنها من تعزيز موقفها بوصفها مركزا عالميا للمنتجات والخدمات المالية الإسلامية. وبفعل هذه التغيرات التي أحدثتها السلطات الماليزية على سوق رأس المال، شهد القطاع المالي في ماليزيا تطورا ملحوظا ونموا كبيرا في مختلف نشاطاته، وبذلك استطاعت المنتجات والخدمات المالية الماليزية السيطرة على مصادر التمويل الإسلامي على مستوى العالم، كما أن أغلب عمليات ونشاطات سوق الأوراق المالية الماليزي موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث نجد أن هيكل سوق رأس المال الإسلامي الماليزي يمثل ما نسبته 65,85% بحجم قدره: 2256,36 بليون رينجت من إجمالي سوق رأس المال الماليزي الذي قدرت أصوله نهاية سنة 2020 ما قيمته 3426,30 بليون رينجت ماليزي¹.

الفرع الثالث - الإستراتيجية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي: المكانة التي وصل إليها سوق رأس المال الإسلامي من التطور لم تكن وليدة الصدفة، وإنما نتيجة لجهود متتابة من العمل والتخطيط للحكومة الماليزية، حيث اعتمدت ماليزيا برنامجا استراتيجيا شاملا من خلال انتهاج الأسلوب التحوّل نحو سوق المالي الإسلامي المرحلي وعن طريق التدرج، حيث تمت العملية بداية من خلال الاهتمام بالصناعة المصرفية الإسلامية وتوفير المنتجات البنكية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ثم الانتقال إلى قطاع التأمين الإسلامي (التكافل)، وبعدها جاء الدور على سوق رأس المال الإسلامي ليتحقق بذلك نظام مالي إسلامي شامل في ماليزيا.

تجسيدا لسوق رأس المال الإسلامي بماليزيا فقد اهتمت الحكومة في بداية الامر بالأدوات والخدمات المالية الإسلامية، ولتحقيق هذه الخطوة تم تسهيل عملية تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية بإنشاء وحدة مختصة بسوق رأس المال الإسلامي (Capital Market Islamic Unit ICMU) سنة 1994 ضمن إستراتيجية تنمية الأسواق المالية للتركيز على تطوير سوق رأس المال الإسلامي².

¹ هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2020، ص 163، <https://www.sc.com>

² Aktarzaite Abdul Azziz, Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges

وقد تكفلت هذه الوحدة المتخصصة للقيام بأنشطة البحث والتطوير ووضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق المالي وتقويته وتعزيز دور سوق رأس المال الإسلامي، أما عن التشكيلة التي تتكون منها هذه الوحدة فهي تتكون من باحثين لهم الخبرة في الأنشطة التقليدية لسوق رأس المال بالإضافة إلى خبراء في الفقه الإسلامي، كما تمّ إنشاء داخل هذه الوحدة مجموعة خاصة مهمتها دراسة الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة، هذه المجموعة تم تعيينها فيما بعد كمجلس استشاري شرعي من طرف هيئة الأوراق المالية.

بغية تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتعزيز مركزها المالي الإسلامي دوليا، تبنت الحكومة الماليزية اتجاهها استراتيجيا شاملا، من خلال إطلاقها لبرنامج (**Mester plan 1**) سنة 2001، البرنامج وإن كان قصير الأجل إلا أنه يتخذ منظورا طويل الأجل لتوفير احتياجات ومتطلبات المستقبل التمويلية، ولأن البرنامج احتوى سوق رأس المال الإسلامي كعنصر رئيسي في تطوير سوق رأس المال الماليزي، فقد عملت الحكومة الماليزية على¹:

- تيسير التوسع في المنتجات والخدمات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي.
 - تعبئة أكثر فعالية للأموال الإسلامية.
 - تكييف الإطار الضريبي والمحاسبي والتنظيمي لتعزيز سوق رأس المال الإسلامي.
 - تعزيز الاعتراف الدولي لسوق رأس المال الإسلامي.
- ويمكن تلخيص أهمّ المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الجدول التالي:

"Prospects and Challenges", College of Sharia and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 - 8 March 2007, p5.

¹ بن قايد الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 255

جدول (05): أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

السنة	المعالم
1990	إصدار ولأول مرة سندات إسلامية من طرف (shell MDS Sdn BHD)
1993	تأسيس أول صندوق استثماري إسلامي (Arab-malaysian Tabung ittikal) من طرف Arab-malaysian unit trust BHD
1994	تأسيس أول شركة سمسة إسلامية لتجارة الاسهم من طرف (BIMB Securities SdnBHD)
1995	تأسيس وحدة سوق رأس المال الإسلامي من طرف هيئة الأوراق المالية
1996	تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية وإطلاق أول مؤشر شرعي يضم أسهم الشركات الماليزية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في القائمة الرئيسية للبورصة الماليزية من طرف (-Rashid Hussain BHD-RHB)
1997	- أصدرت الخزينة العامة الماليزية سندات (Khazanah Murabahah) بكونون صفري، سندات قائمة على أساس المراجعة وبيع الدين. - قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الاستشاري الشرعي بوضع قائمة رئيسية لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة، القائمة يتم تحديثها مرتين في السنة في كل من شهري أبريل وأكتوبر.
1999	إطلاق ثاني مؤشر أسهم إسلامي (مؤشر كوالالمبور الإسلامي) من طرف بورصة ماليزيا، المؤشر يضم كافة أسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا.
2000	- فرضت هيئة الأوراق المالية على مصدري السندات الإسلامية شرط إشراك المستشارين المستقلين الشرعيين، على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية بشأن طرح سندات الدين الخاصة. - أطلق الصندوق الاستثماري (RHB Management Bhd) أول صندوق سندات استثماري إسلامي - أطلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية قسم مخصص لسوق المال الإسلامي على موقعها الإلكتروني
2001	تم إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال (Masterplan 1) واحدة من المبادرات الاستراتيجية لوصف ماليزيا بمركز سوق رأس المال الإسلامي الدولي.
2002	- قامت (Kumpulan guthrie Bhd) بطرح صكوك إجارة قدرت ب 150 مليون دولار أمريكي، أول إصدار سندات لشركات عالمية، أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لابوان الخارجية. - أصدرت الحكومة الماليزية، ولأول مرة سندات سيادية قدرت ب 600 مليون دولار أمريكي.

<p>-سمحت الحكومة الماليزية، في ميزانيتها لعام 2003، بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات باعتبارها نفقات تتكبدتها الشركات التي تصدر السندات الاسلامية، استنادا لمبادئ الشريعة في الاجارة، المضاربة، والمشاركة.</p>	
<p>سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة لسنة 2004، بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات و التي تمثل نفقات إصدار السندات الاسلامية في منتج شهادات الاستصناع.</p>	2003
<p>-أصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت ب 760 مليون رنجت ماليزي -إصدار أول صندوق استثماري إسلامي عقاري</p>	2005
<p>وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديدة، لتسهيل إنشاء صناديق استثمار اسلامية من جهات أجنبية</p>	2008
<p>إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال (Master plan 2) لفترة ممتدة من 2010 إلى غاية 2020 ، بعدما تمّ تحقيق 95% من الاهداف المسطرة في المخطط (Master plan1)</p>	2010
<p>في 21 فيفري، تمّ إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (ايه أي بي أي أم) السيادي الشرعي، بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ ورابطة المؤسسات الاسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر المؤشر مرجعيا لاستثمارات السندات الاسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياسا أيضا لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجيت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.</p>	2011

المصدر: نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي- خلال الفترة 2001-2015، رسالة دكتوراة الطور الثالث في العلوم الاقتصادية: النقود والبنوك والاسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُجّد خيضر بسكرة، 2016/2015، ص 154

المطلب الثالث: تحليل سوق رأس المال الاسلامي الماليزي

الفرع الأول- أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين وغيرهم على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها مايلي¹:

¹ جابو سليم، مرجع سبق ذكره، ص 61

1- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية: يتيح سوق رأس المال الاسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وتشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة فرصة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

2- الإشراف والرقابة على المعاملات في السوق: كما سبق ذكره أن هيئة الأوراق المالية الماليزية عملت على أن تجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي، باعتبارها الهيئة الوحيدة المسؤولة على تطوير وتدعيم سوق رأس المال الاسلامي على المستوى المحلي والدولي، لجأت إلى جذب المستثمرين الأجانب من خلال تطبيق سياسة ترويج متقدمة للأدوات المالية الإسلامية.

3- تمويل الإقتصاد الماليزي وتطويره: مما لا شك فيه أنّ هدف أي سوق مالي في العالم هو توفير السيولة اللازمة للاقتصاد، وكذلك سوق رأس المال الاسلامي الماليزي أصبح يساهم في تنمية الإقتصاد الماليزي وتوفير الأموال اللازمة للمشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال من أصحاب الفائض، وتوجيهها إلى استثمارات ناجحة ومفيدة متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، وتلبي رغبة المستثمرين المسلمين في توظيف أموالهم وبالتالي جذب أكبر حجم من رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الإقتصاد وتطويره. ومن خلال الجدول التالي يمكن توضيح تطور إصدار الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، والتي بدورها ساهمت في رفع حجم رسملة سوق رأس المال الاسلامي بالمقارنة مع الرسملة الاجمالية:

الجدول رقم(06): تطور عدد الاسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية مقارنة مع إجمالي الاسهم، وتطور

رسملة السوق المالية الاسلامية مقارنة بالرسملة الإجمالية

عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية	العدد الإجمالي للأسهم	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الى إجمالي الاسهم (%)	رسملة السوق الاسلامية (بليون رنجت)	إجمالي الرسملة (بليون رنجت)	نسبة رسملة السوق الاسلامية الى إجمالي الرسملة (%)	السنة
886	1029	86,00	548,4	848,7	64,6	2006
853	991	86,00	705,1	1106,2	63,7	2007
855	980	87,00	426,4	663,8	64,2	2008

63,8	999,5	637,9	88,00	959	846	2009
59,3	1275,3	756,1	88,00	961	846	2010
63	1285	806	89,00	946	839	2011
64,28	1465,68	942,15	89,00	923	817	2012
60,49	1702,15	1029,62	71,00	911	650	2013
61,3	1651,17	1012,14	74,30	906	673	2014
64,09	1694,78	1086,18	73,86	903	667	2015
61,81	1667,37	1030,56	74,23	904	671	2016
60,55	1838,18	1113,08	75,14	901	677	2017
61,19	1771,05	1083,65	76,30	907	692	2018
64,06	1711,84	1096,62	76,86	929	714	2019
68,15	1817,29	1238,57	79,27	936	742	2020

Source : securities commission, **annual report** , malaysia, 2006 ;..... ;2020

يلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية وإن تناقص عددها بمرور السنوات منذ عام 2006، إلا أن نسبتها مقارنة بالعدد الاجمالي للأسهم تزايد، وهذا ما يبين سيطرة عدد الاسهم المتوافقة مع الشريعة المصدرة على العدد الاجمالي للأسهم المصدرة بحيث سُجلت أدنى نسبة لها سنة 2013 بنسبة قدرت بـ71% أي أكثر من ثلثي الأسهم المصدرة، أمّا أعلى نسبة لذلك بلغت 89% خلال سنتي 2011 و2012، وما يدعم هذا التحليل الملاحظة المسجلة من خلال الجدول السابق دوّمًا، فيما يخص ارتفاع رسملة السوق المالية الاسلامية مقارنة بالرسملة الإجمالية بحيث سجلنا أدنى نسبة قدرت تقريبا بـ60% من حجم الرسملة الاجمالية لسوق رأس المال تمثل الأدوات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتبلغ هذه النسبة ما يقارب 68,15% كأقصى نسبة لها، هذه السيطرة على حجم الرسملة لسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا يدل على الدعم الكبير الذي يقدمه هذا السوق من تعبئة للمدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات النافعة المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، والتي تتماشى ورغبة المستثمرين المسلمين الباحثين عن عوائد مالية وأرباح مشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا، وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية الماليزية والزيادة في حجم الناتج المحلي الإجمالي.

الفرع الثاني- أقسام سوق رأس المال

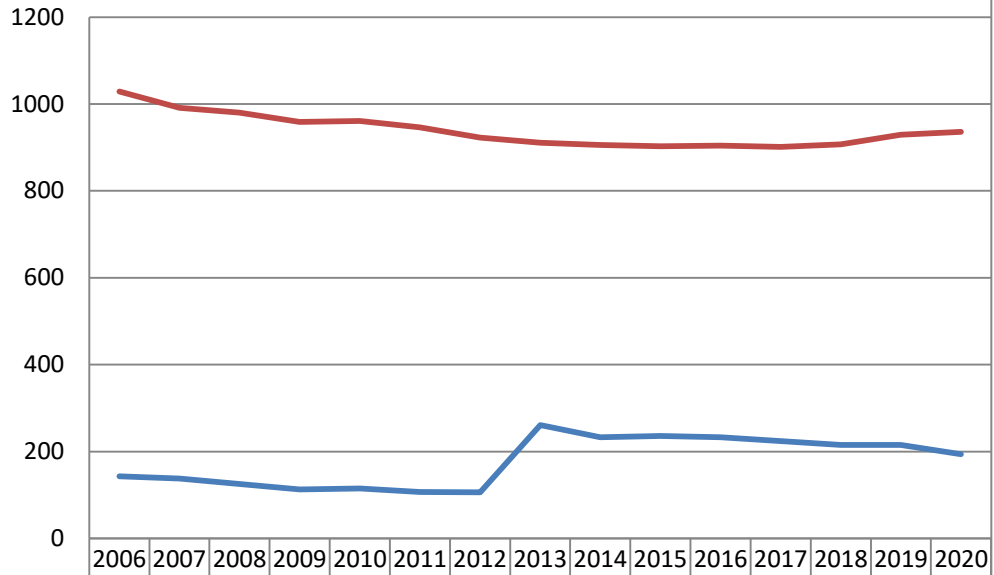
نظرا للرقابة الشرعية التي تفرضها هيئة الاوراق المالية الماليزية على سوق رأس المال الاسلامي، فإنّ الأدوات المالية المتداولة فيه مرتبطة بمدى مطابقة هذه الأدوات للأحكام الشرعية، وبالتالي فإنّ الترخيص لإصدار أي منتج مالي اسلامي يخضع لضوابط وشروط مدروسة، وعليه فإنّ الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق محدودة، يمكن حصرها فيمايلي:

1- أدوات الملكية الإسلامية: تشمل أدوات الملكية الإسلامية، الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية والمدرجة على اللوحة الرئيسية للتداول لبورصة ماليزيا، وكل ما يرتبط بهذه الأسهم كصناديق الاستثمار الاسلامية، بالإضافة إلى مؤشر الشريعة الذي يتم من خلاله معرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وتتنوع أدوات الملكية الاسلامية حسب مايلي:

1-1- الأسهم العادية: في سوق رأس المال الاسلامي لا يسمح بتداول كل الاسهم العادية، بل يقتصر ذلك فقط على الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من التعاملات المحرمة شرعا، لكون أسهمها تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية.

الشكل التالي يوضح تطور إصدارات الأسهم المتوافقة مع الشريعة مقارنة بالأسهم غير المتوافقة مع الشريعة:

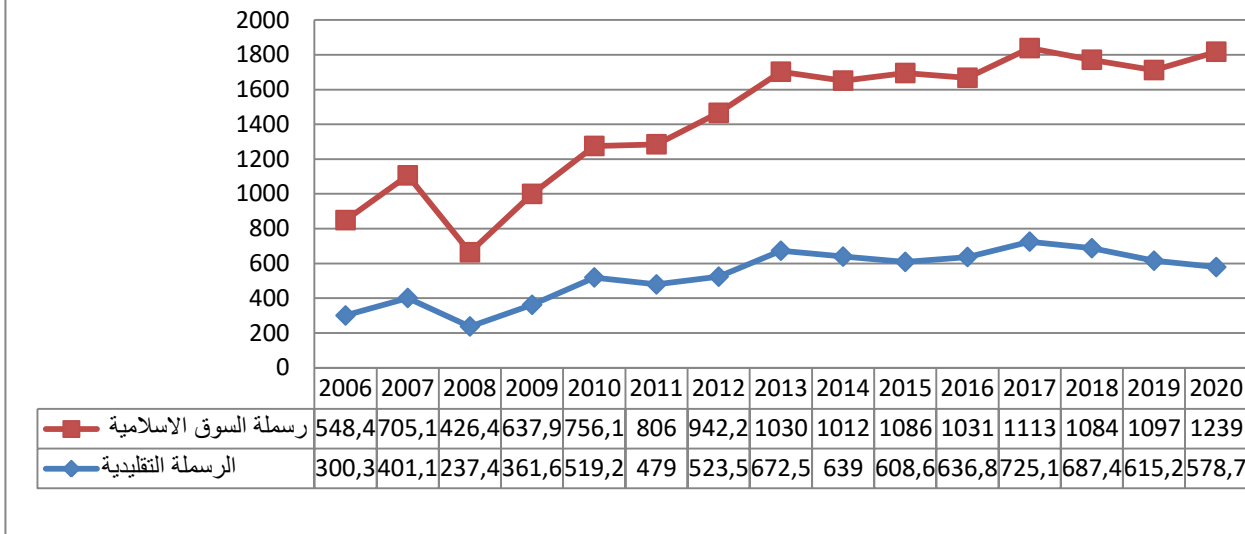
الشكل رقم (04): تطور عدد الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة: 2006-2020



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (06)

من خلال ملاحظتنا للجدول رقم (06) والمنحنى البياني بالشكل رقم (04)، يتضح أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بلغ عددها 886 سنة 2006 محققا أكبر عدد من الإصدارات خلال فترة الدراسة، بالمقابل أن عدد الشركات غير متوافقة مع الشريعة لنفس السنة بلغ عددها 143 وبفارق كبير عن نظيرتها المتوافقة مع الشريعة، ثم سجل عدد كل من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وغير المتوافقة مع الشريعة انخفاض طفيف، ورغم ذلك بقي الفارق بينهما كبيرا مما يبيّن سيطرة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على سوق رأس المال خلال الفترة 2006-2020، وما يوضح أكثر استحواذ على القسم الأكبر لرأس المال الإسلامي على غيره هو تزايد في حجم الرسملة الإسلامية خلال نفس الفترة والشكل التالي يبيّن التطور الذي عرفه حجم الرسملة الإسلامية بمقارنتها مع حجم الرسملة التقليدية:

الشكل رقم (05): تطور حجم الرسملة الاسلامية (بليون رينجت) مقارنة بالرسملة التقليدية في ماليزيا



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

ومن خلال الشكل رقم(05) نلاحظ أن حجم الرسملة الاسلامية متزايدة بصفة مستمرة خلال الفترة 2006-2020، حيث سجلت حجم قدره 548,4 بليون رينجت سنة 2006 ليرتفع بعد ذلك ويبلغ تقريبا الضعف سنة 2020 مسجلا حجما قدره 1238,6 بليون رينجت، وبنفس منحى الزيادة ارتفع حجم الرسملة التقليدية ولكن ليس بنفس الوتيرة حيث ارتفع من حجم 300,3 بليون رينجت سنة 2006 إلى 578,72 بليون رينجت سنة 2020. ولمعرفة نسبة سيطرة حجم الرسملة الاسلامية على الحجم الاجمالي للرسملة يمكن الاستشهاد بنسبة الرسملة بينهما بالرجوع إلى الجدول السابق رقم (06)، حيث بلغت نسبة 64,6% سنة 2006 أي تقريبا ثلثي حجم الرسملة الاجمالية يمثل حجم الرسملة الاسلامية، ثم عرفت النسبة تذبذبات بين الارتفاع والانخفاض وسجلت أدنى نسبة لها سنة 2010 بنسبة 59,3%، ثم ارتفعت سنة 2020 الى نسبة 68,15%، ومن خلال هذا التحليل يظهر جليا السيطرة الكبيرة لحجم الإصدار للأدوات المالية الاسلامية وخاصة الاسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية على سوق رأس المال الماليزي.

1-2- صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية: قامت البورصة الماليزية سنة 1996 بإدراج صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية لتكون بذلك أول سوق في العالم تقوم بهذه الخطوة، حيث أن هذه الصناديق توظف أموالها بشكل مباشر في أنواع مختلفة من الأصول التي لها علاقة بالعقارات، وتعتبر فرصة تملك صغار المستثمرين

لخص في المشروعات العقارية الكبيرة من بين المزايا النادرة التي توفرها صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية، لذا يعتبر توظيف الاموال في هذه الصناديق من بين الاستثمارات الأكثر نجاحا في السوق الماليزية لما تحققه من أرباح شبه مضمونة المرتبطة بجيوية سوق العقار، وفيمايلي جدول يوضح عدد صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا، ورسمتها خلال الفترة: 2008-2020.

جدول رقم(07):تطور صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة 2008-2020

عدد صناديق الاستثمار العقارية الاسلامية	عدد صناديق إجمالي الصناعة	رسملة الصناديق الاستثمارية الاسلامية (بليون رينجت)	رسملة إجمالي الصناعة (بليون رينجت)	نسبة رسملة الصناديق الاسلامية إلى إجمالي الصناعة %	سنة
2	12	1,24	4,07	30,5	2008
3	13	1,827	5,268	34,7	2009
3	14	2,3	10,5	22	2010
3	15	2,9	16,3	18	2011
3	16	3,47	24,59	14,11	2012
4	17	14,14	33,13	42,68	2013
3	16	15,06	35,67	42,2	2014
4	17	16,11	42,98	41,93	2015
4	17	18,53	44,19	41,93	2016
4	18	19,07	46,48	41,02	2017
4	18	17,61	43,09	40,87	2018
4	18	18,24	43,83	41,62	2019
4	18	16,99	39,34	43,19	2020

Source : securities commission, **annual report** , malaysia, 2006 ;..... ;2020

يلاحظ من خلال الجدول رقم(07) أنه بالرغم من أن عدد صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية يميل إلى الثبات بحيث سجلنا في أغلب سنوات فترة الدراسة (2008-2020) عدد أربعة (04) صناديق، لكن هذا لم يمنع من تسجيل تطور ملحوظ في حجم رسملة هذه الصناديق، بحيث ارتفعت بشكل قياسي من 1,24 بليون رينجت سنة 2008 إلى 19,07 بليون رينجت سنة 2017 ثم سجلت انخفاض طفيف وصل إلى

حجم 16,99 بليون رينجت سنة 2020، أما نسبة رسملة هذه الصناديق من رسملة إجمالي الصناعة فهو الآخر سجل ارتفاع ملحوظ بحيث ارتفعت هذه النسبة من 30,5 % سنة 2008 إلى نسبة 43,19 % سنة 2020، وبالتالي فإن حجم الأموال التي تستقطبها صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في تطور مستمر مقارنة بالسنوات الأولى من تأسيسها، ويرجع ذلك إلى السياسة التحفيزية التي تنتهجها الحكومة الماليزية من خلال تكييف النظام الضريبي وإصلاحه بالإضافة إلى النظام التنظيمي الخاص التي توفره للمستثمرين الأجانب.

1-3- صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية: كما هو معروف فإن مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة، أما صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية هي عبارة عن صناديق مدرجة تتكون من سلّة من الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة والمتداولة في البورصة الماليزية، وعليه فهدف هذه الصناديق هو تتبع حركة المؤشر الإسلامي، وفيما يلي جدول يوضح تطور صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة في البورصة :

الجدول رقم (08): تطور عدد صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية خلال الفترة 2008-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
6	6	6	5	4	4	2	1	1	1	1	1	1	عدد صناديق المتداولة (ETFs)
19	15	10	9	8	8	6	5	6	5	5	3	3	إجمالي صناديق الصناعة
0,55	0,55	0,55	0,47	0,42	0,36	0,31	0,31	0,29	0,41	0,63	0,66	0,48	القيمة السوقية لـ ETF
2,23	1,98	2,14	1,94	1,9	1,71	1,03	1,01	0,92	1,03	1,18	1,25	1,02	القيمة السوقية لإجمالي الصناديق

المصدر: من إنجاز الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة السوق الماليزية للفترة 2008 – 2020

من الجدول رقم (08) نلاحظ أن صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية لم تسجل أكثر من صندوق واحد قبل سنة 2013 وبقائمة سوقية لم تتجاوز 0,657 بليون رينجت في أحسن الأحوال، إلا أنّ عددها بدأ في الارتفاع شيئاً فشيئاً بداية من سنة 2015 حيث سجلنا أربعة صناديق مقارنة بثمانية صناديق الصناعة المتداولة، وبقائمة سوقية 0,36 بليون رينجت، ليبلغ عددها سنة 2020 ستة صناديق وبقائمة سوقية تقدر بـ

0,55 بليون رينجت، مقارنة بعدد صناديق اجمالي الصناعة لسنة 2020 الذي بلغ 19 صندوق وبقيمة سوقية تقدر بـ2,23 بليون رينجت، وما يلاحظ في هذه الأرقام تناقص في القيمة السوقية لصناديق المؤشرات الاسلامية المتداولة رغم ارتفاع عددها، وعلى عكس ذلك ارتفاع القيمة السوقية لصناديق مؤشرات لصناديق اجمالي الصناعة حيث بلغت قيمتها السوقية 2,23 بليون رينجت سنة 2020، ويرجع ذلك لعزوف المستثمرين المسلمين أحيانا وترددهم أحيانا أخرى للاستثمار في مثل هذه الصناديق لكثرة الاختلاف في الاحكام الفقهية المتعلقة بالتعامل بالمؤشرات عموما وصناديق المؤشرات المتداولة خصوصا.

1-4- صناديق الاستثمار الاسلامية: تعتبر صناديق الاستثمار الاسلامية أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الاسلامية المناسبة على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية¹. و فيمايلي سنوضح تطور صناديق الاستثمار الاسلامية خلال الفترة: 2008-2020 في الجدول التالي:

الجدول رقم (09): تطور عدد صناديق الاستثمار الاسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2008 - 2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
240	236	224	213	198	193	188	178	169	164	155	150	149	صناديق الاستثمار الاسلامية (UTF)
696	685	650	644	627	612	612	595	589	587	584	565	579	عدد الاجمالي للصناديق
128	107	83,5	77,8	60,9	52,1	46,7	42,8	35	28	24	22,1	17,2	رسملة UTF (بليون رينجت)
520	482	426	427	358	347	343	336	295	250	227	192	134	الرسملة الاجمالية (بليون رينجت)
24	22	19	18	17	15	14	13	12	11	11	12	13	رسملة UTF إلى الرسملة الاجمالية (%)

المصدر: من إنجاز الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة السوق الماليزية للفترة 2008 - 2020

¹ سعيدي فاطيمة الزهراء، قويدر الويزة، صناديق الاستثمار الاسلامية-دراسة حالة صناديق الراجحي للأسهم السعودية- المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، المجلد الخامس، العدد 10، سبتمبر 2018

نلاحظ من خلال الجدول رقم(09) أنّ صناديق الاستثمار الاسلامية الماليزية في تطور مستمر، بحيث أنّ عددها سنة 2008 كان يقدر بـ 149 وبمجم رصمة قدر بـ 17,2 بليون، وفي مقابل ذلك سجل إجمالي الصناديق الاستثمارية عددا قدره: 579 صندوق بمجم رصمة قدرت بـ 134 بليون رينجت أي أن نسبة رصمة الصناديق الاستثمار الاسلامية إلى الرصمة الاجمالية لصناديق الاستثمار تساوي 13 بالمائة، ثمّ ارتفع عدد صناديق الاستثمار الاسلامية سنة بعد سنة وصاحب ذلك ارتفاع في حجم رصمتها، بحيث سجلنا سنة 2016 عددا قدره: 198 صندوقا من بين 627 صندوقا إجمالي صناديق الاستثمار، وبمجم رصمة قدرت بـ 60,9 بليون رينجت مقابل 358 بليون رينجت كحجم إجمالي رصمة صناديق الاستثمار، أي أن حجم رصمة الصناديق الاسلامية إلى الحجم الاجمالي قدر بـ 17 بالمائة، وهذا ما يبين تطور عدد صناديق الاستثمار الاسلامية عددا وفي حجم رصمتها، والتي سجلت أكبر عددا لها سنة 2020 بحيث بلغ عددها: 240 صندوق مقابل 696 صندوق إجمالي الصناديق الاستثمارية، ونسبة 24 بالمائة لرصمة الصناديق الاستثمارية الاسلامية من إجمالي رصمة الصناديق الاستثمارية، بحيث كان حجم رصمة الصناديق الاستثمارية الاسلامية سنة 2020 يقدر بـ: 128 بليون رينجت مقابل 520 بليون رينجت من رصمة اجمالي الصناديق الاستثمارية.

ومن خلال هذا التحليل يمكن تلخيص تطور صناديق الاستثمار الاسلامية في أن عددها ارتفع من 13 صندوق سنة 2008 إلى 24 صندوق سنة 2020، ومن حجم رصمة 17,2 بليون رينجت إلى حجم رصمة 128 بليون رينجت، وهكذا يظهر جليا التطور الحاصل في صناديق الاستثمار الاسلامية الماليزية.

2- الصكوك الاسلامية: الصكوك الاسلامية هي أوراق مالية تم ابتكارها لتتوافق والأحكام الشرعية، بحيث تعتبر كبديل شرعي عن السندات التقليدية وقد عرفت بعدة تعريفات نذكر منها:

تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله¹.

وتعرف كذلك بأنها: الصكوك الاسلامية هي عبارة عن شهادات أو وثائق متساوية القيمة ناتجة عن تحويل الأصول الجائز تملكها شرعا إلى أوراق مالية تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو

¹ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية. (2007). المعايير الشرعية - المعيار رقم 17 ص 288

موجودات أو مشروع استثماري، والتي توفر السيولة اللازمة من خلال بيع هذه الاوراق المالية على أن يتحمل مشتريها خسارة غير محددة النسبة أو أن يحصل على أرباح غير محددة النسبة ، ويصبح الدائن من خلال ذلك يملك نقود سائلة بعدما كان ذا دين مؤجل¹.

تتميز الصكوك الاسلامية بماليزيا بخضوعها لمراقبة صارمة من طرف هيئة الرقابة الشرعية، بحيث يتم اصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية، وتصدر على أساس عقود شرعية مبنية على ضوابط تنظم عملية اصدارها، كما أن تداولها يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بموجودات أصل الصك التي تمثله، أما الجهة التي تتولى الرقابة على اصدار الصكوك فيجب أن نفرق هنا بين الصكوك الاسلامية الصادرة من طرف الشركات الخاصة والتي تخضع لرقابة الهيئة الاستشارية الشرعية، بينما تخضع الصكوك الاسلامية الصادرة من طرف الحكومة لمراقبة البنك المركزي الماليزي.

تمكنت ماليزيا من السيطرة على الاصدار العالمي للصكوك الاسلامية وأصبحت رائدة في مجال اصدار الصكوك الاسلامية وتداولها، وبذلك أصبحت مرجعا وتجربة يقتدى بها في هذا المجال، من خلال ما أصبحت تملكها شركاتها ومؤسساتها الاشرافية من خبرة في سوق الصكوك الاسلامية، والجدول التالي يبين بالارقام سيطرة ماليزيا على حجم الاصدار العالمي للصكوك:

الجدول رقم (10): حصة اصدار الصكوك بماليزيا من الاصدار العالمي ما بين 2001 و 2019

طبيعة الاصدار	عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	عدد الصكوك المصدرة عالميا	حجم الاصدار الماليزي (مليون دولار)	حجم الاصدار العالمي (مليون دولار)	نسبة الاصدار الماليزي الى الاصدار العالمي
اصدار الصكوك الدولية	138	571	73183	289917	25,24%
اصدار الصكوك المحلية	6952	9287	660565	957288	69%
الاصدار الاجمالي	7090	9858	733748	1247204	58,83%

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي للسوق المالية الاسلامية الدولية سنة 2019 الطبعة التاسعة ، الصفحات: 53,54,56,57,75,76

¹ صابر رشيد، نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 172

من خلال ملاحظة الجدول رقم(10) يظهر جليا سيطرة دولة ماليزيا على حجم الاصدار العالمي للصكوك الاسلامية خلال الفترة 2001-2019 بحيث بلغت الصكوك المصدرة في ماليزيا خلال هذه الفترة عددا قدره: 7090 صكا من بين 9858 صكا عدد الاصدار العالمي من الصكوك الاسلامية، تمثل الصكوك المحلية المصدرة في ماليزيا ما عدده 6952 مقارنة بـ 138 صكا كإصدار لباقي دول العالم ، أما الحجم الذي تمثله الصكوك الماليزية المصدرة فيمثل 733748 مليون دولار من حجم الاصدار العالمي المقدر بـ: 1247204 مليون دولار، أي أن حجم الاصدار الماليزي من الصكوك الاسلامية يمثل ما نسبته 58,83% من حجم الاصدار العالمي، وبلغ حجم الصكوك الماليزية المحلية المصدر قيمة: 660565 مليون دولار مقابل 957288 مليون دولار من الحجم العالمي للصكوك المحلية و بنسبة تقدر بـ 69% ، أما حجم الصكوك الماليزية الدولية تقدر بـ: 73183 مليون دولار مقابل الحجم العالمي للصكوك الدولية يقدر بـ: 289917 مليون دولار أي بنسبة 25,24%.

من خلال سرد الأرقام السابقة يظهر بوضوح سيطرة ماليزيا على عدد وحجم الاصدار العالمي للصكوك الاسلامية بنوعها المحلية والدولية، الامر الذي جعل من السوق المالي الاسلامي الماليزي قبلة للمستثمرين المسلمين وحتى غير المسلمين الباحثين عن الاستفادة من مزايا الاستثمار في الأدوات المالية الاسلامية، لتدني المخاطر المرتبطة بها وخلوها من بيوع الغرر، وارتباطها استثماراتها بدرجة أكثر بالاقتصاد الحقيقي، بالإضافة الى ابتعادها عن التعامل بالربا أخذا وعطاءً التي نتج عنها أزمات مالية كبيرة، منها أزمة وول ستريت لسنة 2008، أو ما يسمى بأزمة الفقعات الناتجة عن التوسع في توزيع القروض دون ضابط ولا مانع، وهذا ما لا يوجد في الأدوات المالية الاسلامية عموما والصكوك الاسلامية على وجه الخصوص، حيث أنها تقوم على منطق المشاركة في الخسارة والربح وتحريم التعامل بالقروض وما شابهها من سندات تقليدية وغيرها.

3- خدمات الوساطة الاسلامية: تعتبر الوساطة المالية في الاسواق المالية من بين أهم العمليات التي تساهم في تنمية السوق المالي وتطويره، بحيث أن لها دورا هاما في ادارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية داخل السوق، ويمثل الوسطاء في السوق المالي همزة وصل بين وحدات العجز المالي ونظرائهم من وحدات الفائض، أما وسطاء السوق المالي الاسلامي فلا يتعاملون إلا في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية المدرجة في البورصة الماليزية ومختلف صناديق الاستثمار الاسلامية كما يلتزم الوسطاء بالمصداقية في توفير مختلف المعلومات

للبائعين والمشتريين المتعلقة بالاوراق المالية الاسلامية محل التعاقد ومن بين أهم خدمات الوساطة المتوفرة في السوق المالي الماليزي نجد¹:

أ- **السمسة**: في التجربة الماليزية توفر بعض الشركات السماسرة خدمة السمسة الاسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الاسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الاوراق المالية الماليزية للتداول بها.

تتطلب البورصة الماليزية أن يتم التعامل في الاسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدون بالبورصة، وذلك لأن المتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال البورصة الماليزية للأوراق المالية، حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السمسة لتوفير خدمات السمسة الاسلامية، والغرض الأساسي لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة.

ب- **إدارة الاستثمار**: وتتمثل عموماً في خدمات ادارة محفظة الاوراق المالية للعملاء، تقوم بهذه الخدمات شركات محددة لها مؤهلات ومواصفات معينة ومحددة قانوناً، وتملك ترخيصاً للقيام بمثل هذه الخدمات نيابة عن عملائها، مثل ما تقوم عليه صناديق الاستثمار الاسلامية.

ج- **الرقابة الشرعية**: تتم الرقابة الشرعية في السوق المالي الماليزي من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية والتي تعتبر الهيئة الرقابية الشرعية العليا في ماليزيا، وهي لجنة تم اعتمادها من طرف هيئة الاوراق المالية الماليزية مهمتها مراقبة السوق المالي ومدى توافق العمليات التي تجرى فيه مع أحكام الشريعة الاسلامية، بالإضافة إلى الرقابة التي يقوم بها المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يشرفون على عملية اصدار الصكوك الاسلامية من جانب توافقتها مع أحكام الشريعة الاسلامية، وذلك ضمن الاجراءات التي تساعد على القيام بالرقابة الشرعية قبل عملية الاصدار.

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 69

المبحث الثاني: التجربة السودانية لإقامة سوق مالية اسلامية

كما ذكرنا سابقا خلال مقدمة هذا الفصل أن التجربة السودانية تختلف تماما عن التجربة الماليزية، حيث أن السودان قامت بأسلمة نظامها المالي بالكامل سنة 1984م، ولم تعمل بإزدواجية الأنظمة كما كان الشأن عليه في ماليزيا، وهذا ما يقودنا إلى القول بخصوصية التجربة السودانية في مجال إقامة سوق مالي اسلامي، وكانت بداية التوجه إلى أسلمة النظام المالي السوداني بإصدار قرار سياسي موحد، القرار دعا إلى تحويل كامل المؤسسات المالية للعمل وفقا لاحكام الشريعة الاسلامية وإلزامية التخلي عن العمل بالنظام التقليدي الربوي، وذلك من خلال تنفيذ مخطط مدروس من طرف إدارات المؤسسات المالية الاسلامية.

الاقتصاد السوداني وكغيره من الاقتصاديات العالمية عرف تطورا في حجم المشاريع، والتوسع في الانشطة التجارية والمالية، الأمر الذي أدى إلى تزايد الحاجة لرؤوس الأموال، خاصة تلك المتاحة على مستوى الأسواق المالية، من خلال لجوء أصحاب العجز المالي إلى هذه الأسواق، واصدار سندات أو أسهم وعرضها على أصحاب الفوائض المالية عن طريق وسطاء ماليين عاملين في هذا المجال، هذه العمليات أظهرت في كثير من الأسواق اختلال ومشاكل نتج عنها تزايد الأخطار المرتبطة باصدار الأوراق المالية في اطار الاسواق المالية التقليدية.

ولتفادي المساوئ التي تميز الاسواق المالية التقليدية قررت السلطات السودانية تطبيق أحكام الشريعة الاسلامية في سوقها المالي والانتقال الى سوق مالي اسلامي، وكخطوة رئيسية لذلك قامت السودان بتحويل سوق الاوراق المالية للعمل وفق الشريعة الاسلامية والذي أصبح له دورا هاما في مجال الصناعة المالية، وقد اصطلح على تسميتها بسوق الخرطوم للأوراق المالية، ونظرا لما يملكه سوق الاوراق المالية من صلاحيات وأجهزة تسيّرها كوادر بشرية مؤهلة تمّ القيام بإصلاحات شاملة وعميقة في كل الجوانب المالية، الادارية والتقنية والقانونية حتى يتمكن سوق الأوراق المالية السوداني من التكيف مع الوظائف الجديدة وإنجاح عملية تحوّل، وبذلك أصبحت هذه السوق تقدم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمصدقية ، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية.

المطلب الأول: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية وطبيعتها

سيتم خلال هذا المطلب التطرق لمختلف المحطات التي مرّ بها سوق الخرطوم للأوراق المالية، منذ إنشائه إلى غاية اليوم، ثم نذكر أهم خصائص هذه السوق والطبيعة الحالية التي عليها الآن وأهم مميّزاته.

الفرع الأول- نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية: ترجع فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان لعام 1962، هذه الفكرة مهدّت لربط اتصالات بين بعض الأجهزة الحكومية بالدولة وعلى رأسها وزارة المالية والاقتصاد وبنك السودان المركزي وبدعم وتوجيه من مؤسسة التمويل الدولية **IFC** التابعة للبنك الدولي، نتج عن هذه الاتصالات المصادقة عام 1982م على قانون خاص بسوق الأوراق المالية من طرف مجلس الشعب لينظم إنشاء السوق المالية في السودان، وبقي هذا القانون مجرد حبر على ورق إلى غاية 1992م.

بدأت الخطوات الجادّة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية التسعينات إبان تطبيق سياسات التحرير الاقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993)، حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية في العام 1992م، وفي نوفمبر من نفس العام أقرّ مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982، ولكن هذا القانون المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية لعام 1982م، إلى أن صدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صورته الحالية للعام 1994م¹.

الفرع الثاني-تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية:

بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الاصدارات) في العاشر من شهر أكتوبر 1994م والسوق الثانوية (سوق التداول) في شهر يناير من العام 1995م بعدد 34 شركة مدرجة، وفي العام 1996م ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 إلى 40 شركة، وشهد العام 1997م زيادة معتبرة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية مما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي، كما شهد ذات العام تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، أمّا في العام 1999م فقد بدأ العمل بنظام السوق الموازية حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي أو الموازي ، كما شهد في

¹ يعقوب مجّد السيد، مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان : النشأة و التطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، ص 21

نفس العام بداية إصدار صكوك الصناديق الاستثمارية، وفي العام 2001م بداية إصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وإدراجها بالسوق الموازي، تم الإعلان عن مؤشر الخرطوم (KH 30) في أكتوبر من العام 2003م وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سوداتل تقاطعيا في سوق أبوظبي للأوراق المالية في ذات العام، كما تم توقيع إتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية و بورصتي القاهرة والاسكندرية في العام 2004م¹.

هذا التطور الذي عرفه سوق الخرطوم خاصة من حيث عدد الشركات المدرجة انعكس أثره على مؤشرات التداول، حيث عرفت هذه الأخيرة ارتفاعا قياسي سنة 2005م، فقد ارتفع كل من حجم التداول إلى 1,21 مليار جنيه وارتفع المؤشر العام (KH 30) بنسبة نمو بلغت 97,3% وارتفعت القيمة السوقية إلى 47 مليار جنيه، هذا الارتفاع جعل سوق الخرطوم يصنف في المرتبة الأولى في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بنسبة نمو 50,8% في القيمة السوقية مقارنة ببقية الاسواق العربية، وفي سنة 2007 انضم السوق لاتحاد البورصات الافريقية مما اتاح له ذلك فرصا جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما بدأ خلال نفس السنة العمل الفعلي في مركز الايداع والحفظ المركزي، وبعد أن اكتمل ايداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية سنة 2008 شهد حجم التداول ارتفاعا ملحوظا، وبذلك اصبحت البورصة مهيئة للتحويل للتداول الالكتروني².

أما في العام 2009م، سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية حيث ارتفع حجم التداول إلى 2,2 مليار جنيه مقارنة بنحو 1,8 مليار جنيه في العام السابق بنسبة ارتفاع بلغت 19,5%، وشهد العام 2011 ارتفاعا في حجم التداول حيث حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995م بحجم تداول 2,4 مليار جنيه، كما ارتفع عدد الاسهم المتداولة من 164712836 سهما إلى 166548512 سهما بنسبة نمو طفيفة، وكذلك عدد الصفقات المنفذة من 8065 إلى 8265

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، ص 16-17

² نفس المرجع، ص 17

صفقة، فيما شهد عدد الصكوك المتداولة انخفاضا من 7646614 صكا إلى 5848016 صكا، وفي ذات العام تم اعتماد السوق عضوا دائما باتحاد البورصات العربية.

تعتبر سنة 2012 هي بداية العمل ببرنامج التداول الالكتروني، بعد أن تم تركيب وتشغيل الأنظمة المختلفة وتدريب جميع الكوادر البشرية التي لها علاقة بالتداول الالكتروني من عاملين ووسطاء وأعاون، وبذلك تم تدشين موقع السوق الالكتروني بعد إعادة تصميمه، وفي عام 2014 تم إصدار لائحة لمكافحة تبيض الأموال ومراقبة حركية الاموال لمنعها من تمويل المجموعات الاجرامية، كما تم إصدار لائحة لحوكمة شركات المساهمة العامة، بالإضافة اعتماد بنك البركة السوداني للقيام بعمليات بنك التسوية وتم بموجب ذلك توقيع اتفاقية. وخلال نفس السنة كذلك تم توقيع اتفاقية تعاون بين سوق الخرطوم للاوراق المالية وشركة مصر للمقاصة وشركة النيل للتكنولوجيا ونشر المعلومات وتفعيل التعاون المشترك مع البورصة المصرية، وشهدت نفس الفترة علاقات السوق الخارجية انضمامه لعضوية منظمة اتحاد مراكز الإيداع بإفريقيا والشرق الأوسط، وفي عام 2015 تم تعديل جلسات التداول الالكتروني لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، وفي جويلية 2015 تم إصدار منشور يتضمن إلزامية إعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة.

دوما وفي اطار تطوير وتحديث سوق الخرطوم للاوراق المالية قام المجلس الوطني بالموافقة على قانوني سوق الخرطوم للاوراق المالية وقانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016، والذي بموجبه تم فصل السلطة الرقابية عن التنفيذية، وفي مطلع سنة 2017 انتقل سوق الخرطوم للاوراق المالية إلى مقره الرئيسي، وأصبح يمارس كل نشاطاته من داخل مقره الرئيسي، كما تم تغيير هيكله التنظيمي ووفقا لقرار مجلس الإدارة، وفي شهر أفريل من نفس السنة فاز سوق الخرطوم للاوراق المالية بجائزة أفضل بورصة مستقرة ومستدامة في شمال افريقيا، والتي نظمتها (CFI (Capital finance International لسنة 2017¹.

وفي عام 2019 رغم الظروف التي سادت البلاد آنذاك، إلا أن معظم مؤشرات السوق قد شهدت ارتفاعا ملحوظا حيث ارتفع المؤشر العام للسوق (مؤشر الخرطوم KSE30) بنسبة 19,9% ليغلق عند 15964,136 نقطة، كما ارتفع نشاط السوق الأولية عن العام السابق حيث شهدت ارتفاعا في عدد الأوراق المالية بنسبة 11%، أما بالنسبة للسوق الثانوية فقد شهدت ارتفاعا ملحوظا في كل من حجم التداول

¹ جابو سليم، مرجع سبق ذكره، ص 74

الذي ارتفع بنسبة 52%، وكذلك ارتفع رأس المال السوقي بنسبة 22,8% كما شهد عدد صكوك الصناديق الاستثمارية المتداولة ارتفاعا بنسبة 39%، وارتفع عدد الشهادات الاستثمارية المتداولة بنسبة 58% فيما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة 1% ، وبالمقابل انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 66% وذلك نسبة للظروف السياسية و الاقتصادية التي مرت بها البلاد خلال العام موضع التقرير¹.

الفرع الثالث-أغراض سوق الخرطوم للأوراق المالية: إشمتمل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 على تسعة فصول أساسية خصص الفصل الأول منها للأحكام التمهيديّة والفصل الأخير للأحكام العامة، وحوّت بقية الفصول تفاصيل هامة حول إدارة السوق والمراقبة وعمليات الإفصاح وإدراج الأوراق المالية كما اشتملت على أغراض السوق والتي حددت في النقاط التالية²:

- أ- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء.
- ب- تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطني.
- ج- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للاصول الانتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية.
- د- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.
- هـ- تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.
- و- توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين.
- ز- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الاوراق المالية وحماية صغار المستثمرين.
- ح- جمع المعلومات والبيانات والاحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.

¹ هيئة الأوراق المالية سوق الخرطوم للاوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، ص 19

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر و التوزيع، عمان، 2017، ص 166-167

- ط- دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يناسب والتطورات التي تتطلبها السوق.
- ي- اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط وطويل الاجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
- ك- العمل على تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها.
- ل- إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية وإيداعها ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الإشراف عليه.
- م- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.
- ن- تأهيل موظفي الوكلاء بما يتناسب والمستجدات التي تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

المطلب الثاني: مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية وأهم الأدوات المتداولة فيه

سوق الخرطوم للأوراق المالية كغيرها من الأسواق المالية تنقسم إلى أقسام، وكل قسم يتميز بأدوات معينة وبنوع محدد من العمليات التي تجرى فيه، بحيث نجد فيه سوق الإصدارات والتي تسمى بالسوق الأولية، وسوق التداول والذي يصطلح على تسميته بالسوق الثانوية ويتم فيها تداول الأوراق المصدرة في السوق الأولي، والسوق الثالثة وهي نوع ما سوق متميزة عن غيرها من الأسواق، وفيما يلي سنتطرق إلى مفهوم كل سوق من هذه الأسواق:

الفرع الاول- مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية: يتكون سوق الخرطوم للأوراق المالية من ثلاثة أسواق، سوق أولية وسوق ثانوية وأخرى ثالثة.

1-السوق الأولية السودانية: وهي السوق التي يتم خلالها إصدار الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية (الأسهم والصكوك) حسب ما تقتضيه اللوائح التنظيمية المنبثقة عن قانون السلطة المخوّل لها تنظيم السوق المالي.

ولمعرفة مدى التطور الحاصل على مستوى السوق الأولي سنقوم بتتبع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، بحيث أنه لا يتم ادراج شركة معينة في سوق الأوراق المالية إلا بعد أن يكون لها اصدار أولي من الأوراق المالية وفيمايلي جدول بين تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية و حجم الاصدار المرافق لذلك:

الجدول رقم (11): تطور إصدارات سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2019

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
67	66	65	67	66	66	60	59	56	55	عدد الشركات المدرجة
39482	30891	24109	20883	21282	16920	15171	15284	13232	11579	قيمة الإصدارات (م.ج.س)

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير سوق الخرطوم للاوراق المالية

لسنوات: 2011، 2019، 2017، 2013

نلاحظ من خلال الجدول رقم(11) أنّ عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للاوراق المالية ينمو بصفة بطيئة مقارنة بالعدد الاجمالي لشركات المساهمة القائمة. حيث بلغ عدد شركات المساهمة العامة في السودان ما يقارب 600 شركة المدرج منها في السوق المالي حتي العام 2019 عدد 67 شركة، ويعود السبب في قلة عدد الشركات المساهمة المدرجة، أن هذه الشركات في معظمها عائلية وأصحابها لا يرغبون في تحويلها إلى شركات مساهمة عامة خشية الهيمنة عليها خارج العائلة¹.

أما فيما يخص حجم الاصدارات للشركات المدرجة في السوق فعرف زيادة مستمرة خلال أغلب سنوات الفترة (2010-2019) وهذا ما يسمح باستفادة الاقتصاد السوداني من المساهمة التي يقدمها سوق الخرطوم

¹ يعقوب محمد السيد، مشاهد عثمان ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 50

للاوراق المالية من خلال الزيادة الحاصلة في حجم الاصدار الذي تقدمه شركات المساهمة، والتي تعتبر ضخ تمويل حقيقي في الاقتصاد متمثلا في القيمة الاجمالية للاسهم.

2- السوق الثانوية: هي السوق التي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوساطة وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، وللوقوف على أهم التطورات التي حدثت على مستوى السوق الثانوية في السوق المالي السوداني وفي أهم أنشطته، نستعرض الجدول التالي الذي يوضح نشاط التداول في السوق الثانوية خلال الفترة 2015-2019.

جدول رقم (12): نشاط التداول في السوق الثانوية بالسودان خلال الفترة 2015-2019

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر الخرطوم	2858.533	3118933	3118933	13317.408	15964.136
رأس المال السوقي	13759624800.78	1593924058599	19836511098	47939220346.68	58883176963.70
ع الاسهم المتداولة	272436235	308331838	1078670678	1370863954	465090456
ع الصكوك المتداولة	1068892	724021	1845930	5448172	7562025
عدد الشهادات المتداولة	11222669	7924732	19242070	14731400	23222885
حجم التداول الكلي (جنبيه)	6250361501	4364326340	11236889608	9697785883	14717012761
ع الصفقات المنفذة	30307	43241	37995	22112	22334
ع أيام التداول	249	255	253	250	235
ع الشركات المدرجة	66	67	65	66	67
ع الصناديق المدرجة	6	8	9	17	16
ع الشهادات المدرجة	41	45		47	46
معدل دوران الاسهم	%2,41	%2,81	%3,6	%3,5	%2,5
معدل التداول اليومي					
ع الاسهم المتداولة	1094123	1213905	426352047	54834558	19791083
ع الصكوك المتداولة	4293	2850	729617	21792,7	32178,8
عدد الشهادات المتداولة	45079	31200	7605561	58925,6	98820.8

95	88	150	170	122	ع الصفقات المنفذة
62,4	63	44.4	17.2	25.1	حجم التداول (مليون جنيه)

المصدر: من إنجاز الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الأوراق المالية السودانية للفترة (2015-2019)

يلاحظ من خلال الجدول رقم(12): إرتفاع حجم التداول بشكل عام بحيث ارتفع حجم التداول من 6250361501 جنيه سنة 2015 إلى حجم 14717012761 جنيه سنة 2019، وبالتالي تضاعف حجم التداول الكلي بين سنتي 2015 و 2019، وهذا الارتفاع يعكس اقبال المستثمرين على الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحسن أداء السوق بحيث سجلنا ارتفاع مؤشر سوق الخرطوم من 2858.533 سنة 2015 إلى 15964.136 سنة 2019، أما عن تداول الاسهم في السوق فيلاحظ عليه من خلال الجدول أعلاه أنّ العدد الكلي للاسهم المتداولة شهد ارتفاعاً متزايداً خلال الفترة 2015-2018 بحيث ارتفع من 272436235 سهماً إلى 1370863954 سهماً ويرجع إلى تحسن الاقتصاد عموماً وتطور نظام التداول في البورصة بعد اعتماد نظام التداول الإلكتروني، ثم عرف عدد الاسهم في التداول سقوطاً حراً بحيث انخفض عدد الاسهم المتداولة إلى 465090456 سهماً سنة 2019، ويرجع ذلك الى الركود الاقتصادي في العالم ككل بسبب الأزمات التي عرفها العالم خاصة أزمة الصحة المعروفة بأزمة الكوفيد والتي أثرت بشكل ظاهر على الاقتصاد السوداني عموماً والقطاع المالي على وجه الخصوص، بالإضافة تراجع أداء الاقتصاد السوداني ككل.

أما الشهادات الحكومية فهي الأخرى عرفت زيادة كبيرة في التداول خلال فترة الدراسة باستثناء سنة 2016 التي عرفت انخفاض في عدد شهادات الحكومية المتداولة، حيث تم تسجيل عدد الشهادات المتداولة سنة 2015: 11222669 شهادة وانخفض عددها سنة 2016 إلى 7924732 شهادة ثم بدأ العدد في الزيادة حيث سجلنا سنة 2019 عدد 23222885 شهادة وهذا ما يبين الاهتمام الكبيرة التي توليه الحكومة السودانية للاستثمار المالي ورغبتها الكبيرة في تنشيط سوق الأدوات المالية الإسلامية. ويتم تداول مختلف الأدوات المالية في السوق الثانوية السودانية من خلال قسميها الإثنيين: السوق المنظمة والسوق الموازية ويمكن تعريفهما فيمايلي و كل منهما مبادئها وشروطها الخاصة .

2-1- السوق المنظمة: وهي سوق تداول يقوم نشاطها على لوائح تنظيمية وقواعد يخضع لها كل المتعاملين فيها، بحيث لا يتم فيها إدراج شركات المساهمة إلا تلك التي تستوفي كافة شروط الإدراج، من حيث رأس مالها الذي يحدده قانون الشركات، على أن يكون مدفوعاً من قيمة الأسهم 50% على الأقل، ويكون مضى على نشاطها أكثر من سنة، وعلى أن تلتزم بمسك المستندات المالية ونشر المعلومات والتقارير المالية سنوياً¹.

2-2- السوق الموازية: يتم فيها إدراج شركات المساهمة العامة بشروط إدراج أقل تخفيفاً من السوق المنظمة، على أن تكون شركة مساهمة عامة سودانية، وأن يكون مدفوعاً 25% على الأقل من قيمة الأسهم، ويمكن للشركة أن تنتقل من السوق المنظمة إلى السوق الموازية إذا قلّ عدد المساهمين فيها عن 100 مساهم، أو لم تحقق أرباحاً لمدة سنتين متتاليتين، أو انخفضت حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع أو إذا لم يتم تداول أسهمها لمدة 06 أشهر، كما يمكن للشركة في السوق الموازية الترفع للسوق المنظمة، متى استوفت شروط الإدراج في السوق الموازي للسوق المنظمة.

3- السوق الثالثة: هي التحويلات التي يتم تنفيذها خارج قاعة التداول و تشمل كل من التحويلات العائلية للأصول والفروع والأقارب حتى الدرجة الثالثة والتحويلات الإرثية، إضافة للتحويلات التي تتم خارج السودان والتنازل والهبة والتحويلات التي تتم بأوامر قضائية، حيث بلغت القيمة الإجمالية للأوراق المالية التي تم تحويلها خارج القاعة في العام 2019 عدد 85260616 ورقة بقيمة إجمالية بلغت 748471904 جنيهاً².

وتصنف تحويلات سوق خارج القاعة لسنة 2019 كما في الجدول التالي:

جدول رقم(13): تحويلات السوق الثالثة السودانية بمختلف مكوناتها لسنة 2019

نوع التحويل	عدد الأسهم	القيمة الاجمالية بالجنيه
إرثي	311882283	89714524
تحويل بأمر قضائي	418261689	67758426
أقارب حتى الدرجة الثالثة	13273	43621
أصول وفروع	9162226	21689959

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 76

² هيئة الأوراق المالية لسوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، ص 29

أخرى	5435369	258231955
تحويلات بسبب التصحيح	107851247	311033327
تسوية أرصدة	76	92
الإجمالي	852606163	748471904

المصدر: هيئة الاوراق المالية لسوق الخرطوم للاوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، ص 29

ولدراسة تطور الحجم الإجمالي لتحويلات السوق الثالثة، سنحلل الجدول التالي الذي يبين تطور حجم التحويلات خارج القاعة للفترة 2015-2019:

الجدول رقم (14) : نشاط سوق التحويلات خارج القاعة بسوق الخرطوم للاوراق المالية خلال الفترة

2019-2015

2019	2018	2017	2016	2015	
852606163	234916983	190858313	628568388	302069213	عدد الأوراق المالية
748471904	585674625	1021411822	898793163	513884740	القيمة السوقية (الجنيه)

المصدر: هيئة الاوراق المالية لسوق الخرطوم للاوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، الجداول الاحصائية

ص 77

يلاحظ من خلال الجدول رقم(14): أن تحويلات السوق الثالثة تميزت بالتذبذب في نشاطها، فقد عرفت زيادة معتبرة في عدد الاوراق المالية ما بين عامين 2015 و 2016 بحيث سجلنا عدد 302069213 ورقة مالية بقيمة سوقية قدرت بـ 513884740 جنيه سوداني، ثم ارتفع عددها إلى 628568388 بقيمة سوقية قدرها 898793163 جنيه، لتعرف بعد ذلك انخفاضاً حاداً في العدد والقيمة السوقية خلال عامي 2017 و 2018، لتعود للارتفاع مرة أخرى سنة 2019 مسجلة أكبر زيادة بعدد من الاوراق المالية قدر بـ 852606163 وبقيمة سوقية قدرها 748471904 جنيه، ويرجع هذا التذبذب لطبيعة مكونات سوق

التحويلات لأنها تتغير من سنة إلى أخرى لأسباب غير منتظمة، لارتباطها بعدة عوامل خارج نطاق السوق المالي.

الفرع الثاني- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية: يمكن التمييز بين مختلف أقسام سوق الأوراق المالية بالنظر لنوع الأدوات المالية المتداولة في كل قسم، ووفقاً لهذا المبدأ يمكن تقسيم سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام:

1- قسم أدوات الملكية الاسلامية: وهو القسم الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية التي تمثل أدوات ملكية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، المدرجة على اللوحة الرئيسية لسوق الخرطوم للأوراق المالية، وتتمثل هذه الأدوات عموماً في الأسهم وما يتعلق بها كصناديق الاستثمار، مؤشر سوق الخرطوم والذي له علاقة بالأسهم بحيث يعتبر مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وفيما يلي أهم مكونات قسم أدوات الملكية الاسلامية:

1-1- الأسهم العادية: يسمح في سوق الخرطوم للأوراق المالية وفي القسم المتعلق بأدوات الملكية الاسلامية تداول فقط الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية والصادرة عن شركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من المعاملات المحرمة شرعاً.

1-2- صناديق الاستثمار: تشكل شركات الاستثمار عدداً من الصناديق الاستثمارية الاسلامية يدير كل منها فريق إدارة مستقل، إذ تقوم هذه الصناديق بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع عدد كبير من مدخرات المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل¹.

تخضع صناديق الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى رقابة مجلس الإدارة، ويكون للصندوق شخصية اعتبارية وذمة مالية منفصلة عن الجهة التي أنشأتها، فهو يهدف إلى تجميع أموال الغير وإدارتها واستثمارها في الأغراض المنصوص عليها في نشرة الإصدار².

¹ سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية، دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية جامعة حمة لخضر - الوادي- المجلد 10، العدد 01، 2020، ص 307

² جابو سليم، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص 77

1-3- مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية: الهدف من عمل المؤشر هو قياس التغير الذي يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة معينة، وقد ساعد صندوق النقد العربي بإعداد المعادلات والصيغة التي يحسب بها مؤشر الخرطوم الذي تم الاعلان عنه في شهر أكتوبر من العام 2003 الذي استهل بألف (1000) نقطة حتى بلغ 15964.136 نقطة بنهاية ديسمبر 2019 م¹ وفيمايلي جدول يوضح تطور مؤشر الخرطوم (30) خلال الفترة الممتدة من جانفي 2015 إلى ديسمبر 2019

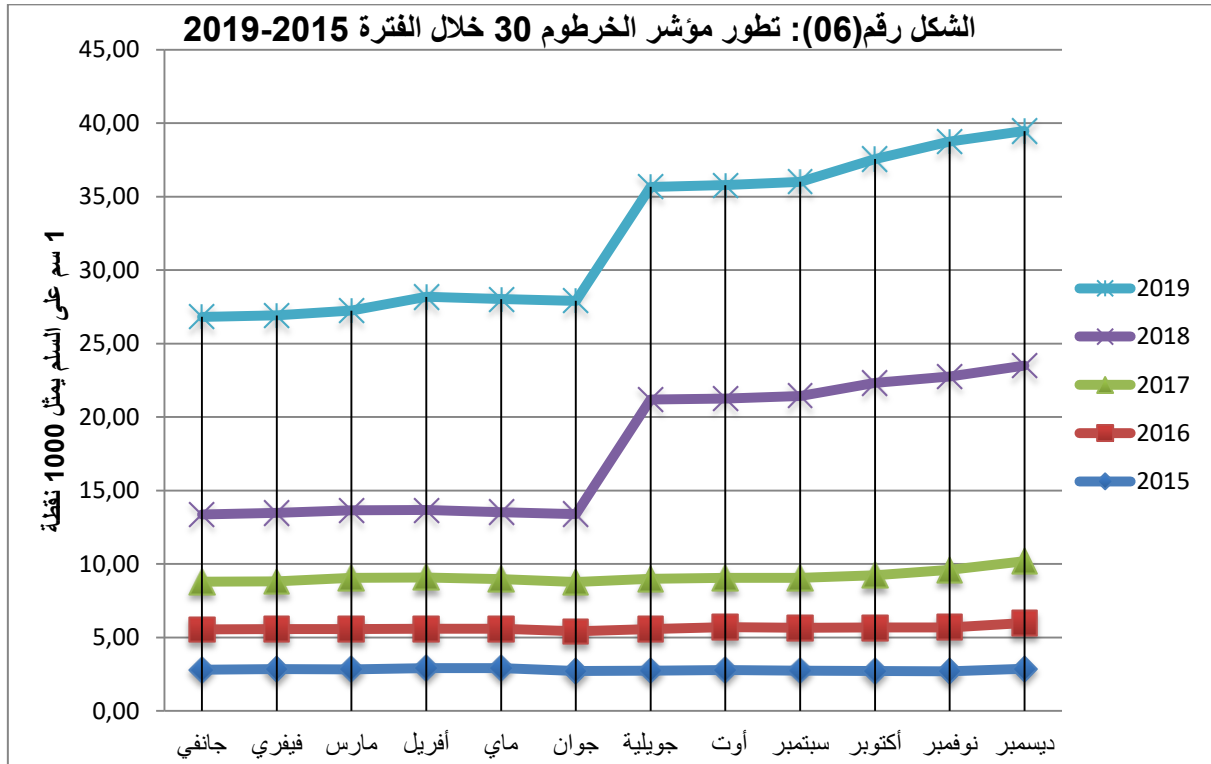
الجدول رقم(15): تطور مؤشر الخرطوم (30) خلال الفترة 2015-2019

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
جانفي	2808.13	2731.93	3251.96	4585.45	13436.617
فيفري	2844.10	2725.49	3236.01	4668.78	13444.09
مارس	2829.94	2735.96	3497.06	4583.52	13591.24
أفريل	2913.47	2680.46	3493.01	4585.52	14501.889
ماي	2912.24	2687.37	3369.05	4555.12	14504.037
جوان	2709.78	2706.20	3361.01	4620.79	14510.936
جويلية	2737.37	2837.97	3409.77	12209.96	14470.841
أوت	2781.73	2910.97	3361.01	12209.96	14518.109
سبتمبر	2740.03	2923.01	3401.58	12371.64	14572.54
أكتوبر	2707.29	2963.01	3555.40	13097.09	15232.647
نوفمبر	2697.74	2986.86	3906.79	13170.06	15985.061
ديسمبر	2858.53	3118.93	4202.42	13317.41	15964.136

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي 2019، ص 34

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2019، ص 34

لتوضيح التطورات التي حدثت لمؤشر الخرطوم خلال الفترة 2015-2019، سنقوم بإنجاز المنحنى البياني في الشكل الموالي للفترة المعنية، والتي يمكن من خلاله معرفة السنة التي سجل فيها مؤشر الخرطوم 30 أعلى مستوى له، كما يمكن خلال نفس السنة معرفة أعلى مستوى له خلال أشهر السنة الواحدة، وفيما يلي الشكل الذي يوضح ذلك:



المصدر: من إنجاز الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (15)

من خلال الشكل(06): نلاحظ أن مؤشر الخرطوم (30) سجل أحسن أداء له سنة 2019، وفي النصف الثاني من السنة كان أحسن أداء منه في النصف الاول، أما أضعف أداء فسجل خلال سنة 2015 والتي كان فيها مستقرا تقريبا في جميع أشهر السنة، وعرف شهر ديسمبر سنة 2019 تسجيل أعلى نقطة في مؤشر الخرطوم منذ اعتماده، حيث استهل المؤشر بألف نقطة في سنة 2003، ليبلغ قيمة 13317.41 نقطة بنهاية 2019 ويعتبر هذا ارتفاعا قياسيا، وقد ساعد تطور سوق الخرطوم للاوراق المالية في تحقيق هذا

الارتفاع خاصة بعد اعتماد التداول الالكتروني في السوق وتشجيع المعاملات الالكترونية في مختلف اقسام السوق، الامر الذي سهّل تنفيذ الصفقات وتسريع المعاملات، وهذا ما انعكس على تطور المؤشر.

2- الصكوك الاسلامية: سبق وأن ذكرنا مفهوم للصكوك في قسم سابق من هذا البحث الاسلامية فلا داعي لإعادة تعريفها، وسنقتصر في هذه الجزئية من البحث إلى التطرق إلى أنواع الصكوك الاسلامية المتداولة في سوق الخرطوم.

تجدر الاشارة إلى الجهة المسؤولة عن عملية إصدار مختلف الصكوك الاسلامية، والمتمثلة في شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، وهي شركة مملوكة لبنك السودان المركزي بنسبة 99% وبنسبة 01% لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي، تمّ إنشاؤها سنة 1998م وخاضعة لقانون الشركات لعام 1925م وتتولى إدارة الصناديق الاستثمارية التي على أساسها يتم إصدار مختلف السندات المالية، وهو نفس الدور التي تقوم به الشركات ذات الاغراض الخاصة SPV في النظام التقليدي، وبوساطة من شركة السودان للخدمات المالية المحدودة قام بنك السودان بالتعاون مع وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بإصدار عدد من الأوراق المالية التي تتماشى ونظام الصيرفة الاسلامية كبداية لعمليات السوق المفتوحة التقليدية وهذا لغرض ادارة السيولة، ومن بين هذه الأوراق المالية الاسلامية نذكر الصكوك السيادية شمم التي تمت تصفيتها سنة 2005، وشهامة، صرح، وشهاب، شامة، شاشة، وبريق التي أصدرت مطلع 2018 وتمّ تصفيتها نهاية نفس السنة بسبب التعقيدات الادارية التي صاحبته.

وتشمل شهادات الحكومية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية (الصكوك الاسلامية) المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية مايلي¹:

1- شهادة المشاركة الحكومية (شهامة): وهي عبارة عن شهادات تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي منذ العام 1999م نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات المعتمدة لدى سوق الخرطوم للاوراق المالية، وهي شهادات قصيرة الأجل مدتها عام واحد.

¹ سوق الخرطوم للاوراق المالية ، التقرير السنوي 2021، ص 36

وتهدف شهادات شهامة إلى استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار، وتوفير أداة لبنك السودان المركزي لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي وسد عجز الموازنة العامة (تمكين وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي من الاستدانة من موارد مالية حقيقية غير تضخمية مما يقلل من اعتمادها على الاستدانة من بنك السودان المركزي)، وتطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية، وتحقيق عائد مجز للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكوّن الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة وذات أداء مالي وإداري عال، ويتحدد العائد على الشهادات وفق الأداء المالي لمكوّن الشراكة ومعدل التضخم السائد، وعلاوة على ذلك تُقبل هذه الشهادات كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من المصارف، والجدول الموالي يوضح عدد شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) المباعة لمختلف المؤسسات والشركات وحتى الجمهور خلال الفترة 2021-2015

الجدول رقم (16): توزيع عدد مبيعات شهادة المشاركة الحكومية (شهامة) على مختلف الجهات المشترية خلال الفترة 2021-2015

الاجمالي	الجمهور	الشركات والصناديق	المصارف	بنك السودان المركزي	الجهة المشترية للشهادة السنوات
36891981	3967517	10879588	18369755	3675621	2015
41119261	4387546	12726150	19611092	4394473	2016
47662866	5586326	14377718	23416587	4282235	2017
53684603	4436390	17161344	32078869	8000	2018
61684542	4281864	2496966	35161718	8000	2019
69566067	4101754	28384539	37071774	8000	2020
76921831	5832239	25820667	45260925	800	2021

المصدر: من إنجاز الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الخرطوم للاوراق المالية خلال الفترة المعنية

2- شهادة المشاركة الحكومية (صرح): بدأ العمل بإصدار هذه الصكوك بواسطة شركة السودان للخدمات المالية في عام 2003م بناءً على صيغة المضاربة، ويتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر الشركة وشركات الوساطة المالية المعتمدة، ويتراوح أجل هذه الشهادات ما بين 2-6 سنوات.

تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، وتطوير أسواق رأس المال المحلية، وتوظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمواجهة الانفاق على مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة، وتقليل الآثار التضخمية.

وقد تم بيع عدد من هذه الشهادات سنة 2020 قدر بـ 14244515 شهادة، وارتفع هذا العدد إلى 14823543 شهادة سنة 2021. أما عن التطور الذي عرفته قيمة مبيعات شهادات صرح الحكومية خلال الفترة 2014-2021 فيمكن ملاحظته من خلال الجدول رقم (17) بحيث ارتفع عدد الشهادات المباعة من 8319691 شهادة بقيمة 831,9 مليون جنيه سنة 2014 إلى 14823543 شهادة بقيمة 1482,4 مليون جنيه سنة 2021، بحيث ارتفعت مبيعات شهادات صرح بنسبة 60% تقريبا خلال هذه الفترة وهذا ما يبين التوجه الذي اعتمدته الحكومة السودانية في اصدار شهادات المشاركة الحكومية.

وفيما يلي جدول يبين تطور مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة 2014-2021

الجدول رقم (17): تطور حجم مبيعات الشهادات الحكومية (صرح) خلال الفترة 2014-2021

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
العدد	8319691	9042101	8291901	8195403	10524097	10524097	14244515	14823543
القيمة(مليون جنيه)	831,9	904,2	829,2	819,5	1052,4	1052,4	1424,4	1482,4

المصدر: من انجاز الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة المعنية

3- شهادة إجارة أصول مصفاة البترول(شامة): بدأ العمل بهذه الشهادات في العام 2010م، وتم إصدارها بناءً صيغة الإجارة بغرض تعبئة الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية ومن ثم توظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتمويل المصفاة، وتهدف هذه الشهادات إلى توفير فرص استثمارية مربحة، هذا بالإضافة إلى توفير موارد مالية حقيقية للدولة تحدد من الاستلاف من البنك المركزي. وفيما يلي جدول يبين تطور مبيعات شهادات شامة الحكومية:

جدول رقم (18): تطور حجم مبيعات الشهادات الحكومية (شامة) خلال الفترة 2017-2021

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
العدد	3784000	3784000	3784000	3784000	3784000
القيمة(مليون جنيه)	1891,9	1891,9	1891,9	1891,9	1891,9

المصدر: من إنجاز الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة المعنية

نلاحظ أن مبيعات شهادة شامة الحكومية ثابتة طيلة الفترة 2017-2021 وهذا لعدم وجود اكتتابات جديدة فيها.

4- شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء(شاشة): بدأ العمل في العام 2013 م، وهي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل عمره 4 سنوات أنشئ بغرض تجميع الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتمويل المصروفات التشغيلية للشركة السودانية لتوزيع الكهرباء، وقد كان الغرض منها توفير فرص استثمارية تحقق عائدا للمستثمرين وتوفير موارد مالية حقيقية للدولة بدون ضغوط تضخمية بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد، وقد صدرت شهادات اجارة أصول الشركة السودانية للكهرباء في أول الامر باسم شهادات نور التي تمت تصفيتها سنة 2016، بحيث جاء في تقرير البنك المركزي السوداني لسنة 2016 :

يجدر بالذكر أنه تمت تصفية شهادات إجارة البنك المركزي(شهاب) وشهادات إجارة الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور)¹.

فيمايلي جدول يعرض تطور مبيعات شهادات الاجارة (شاشة) خلال الفترة 2017-2021

جدول رقم(19): تطور حجم مبيعات شهادات شاشة خلال الفترة 2017-2021

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021
العدد	4485259	4485259	4485259	4485259	4485259
القيمة(مليون جنيه)	2242,6	2242,6	2242,6	2242,6	2242,6

المصدر: من إنجاز الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة المعنية

¹ تقرير البنك المركزي السوداني لسنة 2016، ص 77

يلاحظ من خلال الجدول رقم (19) أن عدد مبيعات الشهادات الحكومية شاشة ثابتة خلال فترة 2017-2021 وهذا عدم وجود اكتتابات جديدة في هذه هذه الشهادات بمسماه الجديد منذ 2017 التي عرفت من قبل باسم نور.

5- شهادات المشاركة بالبنك المركزي (شمم)¹: شهادات مشاركة البنك المركزي التي عرفت اختصارا باسم (شمم) هي عبارة عن شهادات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي والمالي، فهي بذلك شهادات تمثل نوعا من أنواع توريق الأصول (أي التصكيك) حيث بدأ البنك المركزي في إصدارها في يونيو 1998م، بقيمة اسمية محددة مظهرة في الشهادة قدرها عشرة ألف جنيهه بقيمة محاسبية سوقية يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر تعكس الأرباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية في قيمة الشهادات، وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض المباشر بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة أو بنظام المزاد الذي تحكمه أسس وضوابط محددة، منها أن يحتوي الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة عروض وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد ولا يسمح لأي مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر، علما أن هذه الشهادات ليس لها أجل محدد ومع ذلك تمثل منفذا استثماريا سريع التسجيل للمصارف التجارية، أما بالنسبة للبنك المركزي فتستخدم هذه الشهادات للتحكم في إدارة السيولة فإذا رأى البنك المركزي أن النشاط الاقتصادي في حاجة لسيولة قام بعرض شراء هذه الشهادات من مالكيها أم إذا شعر بزيادة في حجم السيولة عرض ما لديه من شهادات للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة، وبالطبع يلعب السعر الذي يعرضه البنك للشهادة دورا هاما في تنفيذ عمليات مزادات البيع والشراء.

وبالتالي فإن شهادات البنك المركزي شمم تستعمل كوسيلة للتحكم في العرض النقدي عن طريق سياسة السوق المفتوحة، وتعتبر شمم عملية توريق أصول عن طريق نظام المشاركة قامت على الأسس التالية:

1- يحصر بنك السودان ووزارة المالية ملكيتهما في البنوك التجارية بالسودان وتقييمها ثم جعلها في شكل صندوق مستقلاً ويكون عند إنشائه مملوكاً لبنك السودان بالكامل.

¹ أزهرى الطيب الفكي ، الصكوك الاسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان،دراسة تطبيقية على شركة السودان للخدمات المالية المحدودة 1998-2012، ص 19

- 2- يصدر بنك السودان عدداً معلوماً ومحدداً من الشهادات (صكوك) استناداً على قيمة هذا الصندوق وتكون قيمة كل شهادة عند إصدارها جزء من قيمة الصندوق الكلية.
 - 3- يعلن بنك السودان للمستثمرين (المصارف) عن إنشاء الصندوق ومحتواه وعدد الشهادات المصدرة عليه.
 - 4- يدعو بنك السودان المستثمرين لمشاركته في ملكية الصندوق وأرباحه عن طريق بيع جزء من حصته في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الشهادات.
 - 5- يصبح مشتري الشهادة مالكاً مشاركاً لبنك السودان في الصندوق بنسبة قيمة شهادته للقيمة الكلية للصندوق أو بنسبة عدد الشهادات التي يمتلكها المشتري لعدد الشهادات الكلية.
 - 6- يشارك مشتري الشهادات بنك السودان في إجمالي أرباح الصندوق المحولة من البنوك التجارية كل بنسبة حصته .
 - 7- يحق لمشتري الشهادات أن يحتفظ بملكية هذه الشهادات أو أن يبيعها إلى بنك السودان أو لأي مستثمر آخر (مصرف مثلاً).
- 3- الوساطة المالية والخدمات:** يعتبر وجود الوساطة المالية من أهم العناصر التي تضمن سير وديمومة سوق الأوراق المالية، وكباقي أسواق الأوراق المالية العالمية يتم تداول الأوراق المالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق شركات الوساطة المالية، كما يحتوي السوق على هيئة شرعية لمراقبة المعاملات التي تجري فيه وأنشطته اليومية والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الاسلامية، وفيمايلي سنتطرق لهذين الجهازين:
- 3-1- شركات الوساطة المالية:** هي الشركات التي تنحصر أغراضها في القيام بأعمال الوساطة المالية التي يخصصها مجلس إدارة السلطة، ويكون مجال أعمال الوساطة المالية كالاتي¹:
- شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء، أو لصالح محفظة الوسيط المالي.
 - تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية، وتغطيتها.
 - الاستشارات والنصح المالي.
 - تكوين وإدارة محافظ الغير للأوراق المالية، وكذا صناديق الاستثمار.

¹ جابو سليم، أطروحة دكتوراة، مرجع سبق ذكره، ص 80

- الترويج لتأسيس شركات المساهمة العامة.

ولاعتماد شركات الوساطة للعمل في السوق المالي يجب أن تتوفر على مجموعة من الشروط العامة لتسجيل شركات الوكالة، وقد أجاز مجلس إدارة سوق الخرطوم للاوراق المالية في الاجتماع رقم 06 بتاريخ 2005/10/12 الشروط العامة لتسجيل شركات الوكالة وهي كالاتي¹:

أولاً- يجب أن تكون الشركة إما:

- شركة مساهمة عامة وتقوم بإصدار صناديق استثمارية رأسمالها 25 مليون جنيه المدفوع منه 25% (6,25 مليون جنيه).

- شركة مساهمة عامة ولا تقوم بإصدار صناديق استثمارية رأسمالها 25 مليون جنيه المدفوع منه 25%

- شركة خاصة وتدير محافظ استثمارية، رأسمالها مليون جنيه المدفوع منه 25% (250 ألف جنيه).

- شركة خاصة ولا تدير محافظ استثمارية، رأسمالها 200 ألف جنيه المدفوع منه 25%

ثانياً: يجب أن تكون الشركة متخصصة في أعمال الوكالة فقط كما في المادة 34 من قانون السوق والتي تنص على:

- الوكالة بالعمولة شراء وبيع الأوراق لصالح العملاء.

- الوكالة بالشراء والبيع لصالح محفظة الوكيل.

- الوكالة في تغطية إصدارات الأوراق المالية.

- العمل كمستشار مالي وإدارة محافظ الغير واستثمارها في الأوراق المالية.

ثالثاً: تقدم الشركة كفالة مالية مصرفية في صورة (وديعة، خطاب ضمان، أوراق مالية متعددة ترهن لصالح السوق أو نقداً) كمايلي:

- شركات وكالة مساهمة عامة تنشئ صناديق استثمارية 12,5% من رأس المال المدفوع (31,25 ألف جنيه)

- شركات وكالة مساهمة عامة ولا تنشئ صناديق استثمارية 10% من رأس المال المدفوع (25 ألف).

¹ سوق الخرطوم للاوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2011، ص 60

- شركات وكالة خاصة وتدير محافظ استثمارية 5% من رأس المال المدفوع (12,5 ألف جنيه) .

- شركات وكالة خاصة ولا تدير محافظ استثمارية 10 % من رأس المال المدفوع 25 ألف .

رابعا: تسدد الشركة سنويا رسوم وكالة للسوق .

و يجب الاشارة إلى أن ما جاء في قرار مجلس إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية، ما ذكرناه سابقا في شروط تسجيل شركات الوساطة، أنه استعمل مصطلح وكالة والذي يدل على الوساطة فالمصطلحان سيان، فقط أن المختصين في السودان يستعملون لفظ وكالة بدل وساطة.

تنحصر أغراض شركات الوساطة في القيام بالأعمال التي نصّت عليه المادة (18) (1) من قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 م والتي تشمل الأعمال التالية¹:

- شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء.

- الشراء والبيع لصالح محفظة الوسيط المالي.

- تغطية إصدارات الأوراق المالية.

- تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية.

- الاستشارات والنصح المالي.

- تكوين وإدارة محافظ الغير للأوراق المالية.

- تكوين وإدارة صناديق الإستثمار.

- الترويج لتأسيس شركات المساهمة العامة.

ووفقا لمنشور إعادة هيكلة شركات الوساطة العاملة بالسوق للعام 2015 م وذلك بقرار مجلس إدارة السوق، فقد تمّ تصنيف شركات الوساطة المالية إلى أربعة فئات:

1- شركة مساهمة عامة تصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير) وتتمثل في الشركات التالية:

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي 2019، ص 70

جدول رقم (20): تصنيف الفئة الأولى من شركات الوساطة المعتمدة في سوق الخرطوم

الرقم	الاسم	رأس المال	
		المصرّح به	المدفوع
1	بنك الاستثمار المالي	400.000.000	214.000.000
2	جلوبل بيت الاستثمار العالمي السودان	60.000.000	60.000.000
3	شركة الرواد للخدمات المالية	100.000.000	50.000.000
4	سنابل للأوراق المالية المحدودة	100.000.000	50.000.000
5	ترويج للاستثمار المالي	50.000.000	48.000.000
6	بيان للاستثمار المالي المحدودة	100.000.000	55.000.000
7	البركة للخدمات المالية	25.000.000	17.857.997
8	الفيصل للمعاملات المالية المحدودة	100.000.000	55.000.000
9	ميديورو للخدمات المالية	1000.000	250.000
10	أتش أتش للأوراق المالية المحدودة	1000.000	1000.000

المصدر: التقرير الخامس والعشرون لسوق الخرطوم للاوراق المالية لسنة 2019 ص 71

2- شركة مساهمة عامة لا تصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير): وتصنف ضمنها

الشركات التالية:

جدول رقم (21): تصنيف الفئة الثانية من شركات الوساطة المعتمدة في سوق الخرطوم

الرقم	الاسم	رأس المال	
		المصرّح به	المدفوع
1	سكسيس ديلنق المحدودة	25.000.000	3.018.552
2	المهاجر للخدمات المالية	42.930.575	50.000.000

25.000.000	50.000.000	دام للاستثمار المالي	3
25.000.000	50.000.000	المؤشر للاستثمار المالي المحدودة	4
2000.000	2000.000	الجديان للخدمات المالية	5
5000.000	5000.000	أصول للاوراق المالية	6

المصدر: التقرير الخامس والعشرون لسوق الخرطوم للاوراق المالية لسنة 2019 ص 71

3- شركة مساهمة عامة تعمل فقط في البيع والشراء للجمهور ولحفظتها فقط: ويصنف ضمن هذه المجموعة 19 شركة منها، شركة المستشار للأوراق المالية، الدرهم للاستثمار المالي، داو.جي للخدمات المالية، السودان كبيتال للاستثمار المالي، شركة التكامل للخدمات المالية... الخ.

4- شركة خاصة تعمل في مجال الاستشارات والنصح المالي.

3-2- هيئة الرقابة الشرعية: تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتشكل بقرار من مجلس الوزارة من أربعة أعضاء من علماء الشريعة الاسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية، وتكون للهيئة الاختصاصات والسلطات الآتية:

- الرقابة على أعمال ومعاملات وأنشطة السوق والتأكد من إلتزامها بأحكام الشريعة الاسلامية.

- إصدار الفتاوي الشرعية في الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية، وذلك في كل ما يتعلق بمعاملات السوق وأسواق المال.

- مراجعة القوانين و اللوائح والقواعد والأوامر والمنشورات التي تنظم أعمال السوق وأسواق المال وصناديق الاستثمار، للتأكد من توافقها مع أحكام الشريعة الاسلامية.

- التعاون مع السلطة والسوق وأسواق المال وصناديق الاستثمار، على إعداد البحوث والدراسات التي تؤدي إلى تطوير الأداء في مجال أسواق المال.

- الإطلاع على المستندات والوثائق والسجلات والعقود والمكاتبات من الجهات ذات الصلة التي ترى أنها لازمة وضرورية لتمكينها من اداء مهامها.

المبحث الثالث: إمكانية إقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر

تهدف من خلال هذا المبحث إلى محاولة إقتراح تصوّر عملي لإمكانية تحقيق إقامة سوق مالي اسلامي بالجزائر، وذلك انطلاقا من إسقاط التجارب السابقة على السوق المالي الجزائري المبني على قواعد النظام الرأسمالي الربوي، ومحاكاة للتجربتين الذي سبقا التطرق لهما في المبحثين السابقين، يمكن أن نعرف أيّ من النموذجين يمكن الاستفادة منه لإقامة سوق مالي اسلامي بالجزائر، وقبل ذلك سوف يتم التطرق إلى التعريف بسوق الأوراق المالية بالجزائر، ثمّ واقع المعاملات المالية الاسلامية، وأخيرا نقوم بالتعرض إلى سبل الاستفادة من التجارب الدولية في مجال انشاء سوق مالي اسلامي.

المطلب الأول : نشأة سوق الأوراق المالية بالجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر للأوراق المالية تندرج في إطار الإصلاحات الإقتصادية والمالية التي تبنتها الجزائر في نهاية الثمانينات وبالضبط في سنة 1988، وذلك في عدّة قوانين إقتصادية ومالية تمثلت في القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات الإقتصادية العمومية وكذا القانون رقم 88-03 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم ووزعت ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم. ومن هنا ظهرت الحاجة الملحة لإنشاء سوق مالي في الجزائر (البورصة) يتم من خلاله تبادل هذه الاسهم، وبذلك تمّ إنشاء بورصة الجزائر لتتسجم مع استراتيجية التنمية الجديدة التي تبنتها الجزائر باعتبارها أداة أساسية لإرساء قواعد السوق، لتتزامن مع بداية قطاعيها الحقيقي والمالي وفسح المجال واسعا أمام اقتصاد السوق¹.

الفرع الاول- التدابير المتخذة لإنشاء سوق الأوراق المالية: في إطار البرنامج المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر قامت السلطات العمومية الجزائرية بإتخاذ التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني، التنظيم المؤسساتي، وتكوين مختلف المتعاملين في هذه السوق وذلك على النحو التالي²:

¹ بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، العدد 13، المجلد 12، 2016، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس، ص 57-58

² حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الاسلامية-دراسة عينة من الاسواق المالية الناشئة- أطروحة دكتوراه علوم، جامعة الجزائر 03، 2018/2017، ص 186-187

- 1- الإطار القانوني: هذه التدابير تمت ترجمتها بعد التعديلات التي طرأت على القانون التجاري سنة 1993 الذي سمح بإدراج أدوات مالية جديدة وكذا قواعد جديدة لتنظيم وتشغيل شركات ذات أسهم، كما تمت ترجمة هذه التدابير في نفس السنة من خلال إصدار المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث يمثل الإطار القانوني لسوق رؤوس الاموال والذي يحدد دور وصلاحيات مختلف المتدخلين وكذا التدابير المتعلقة بالشفافية، التشغيل الجيد للسوق وحماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- 2- التنظيم المؤسسي: سمحت هذه التدابير بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة* (COSOB) التي تتكفل بضبط السوق وتنظيمه، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة** (SGBVM) المكلفة بتسيير المعاملات في البورصة ووسطاء عمليات البورصة*** (IOB) المكلفين بالتفاوض على القيم المنقولة وأخير شركة استثمار ذات رأسمال متغير**** (SICAV).
- 3- التدريب: قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدعم من وزارة المالية بتنظيم تدريب أولي يهدف إلى تكوين دفعة أولى من محترفي السوق.
- وقد تم الافتتاح الرسمي للبورصة وتدشين بداية نشاطها رسميا في تاريخ 04 أوت 1999م، باعتبارها شركة عمومية ذات أسهم رأس مالها يقدر ب 24 مليون دينار، وتم الإنطلاق الفعلي للتداول في السوق بإدراج أربعة أوراق مالية لأربعة شركات مدرجة في البورصة وهي:
- 4- سند شركة سوناطراك (إصدار سندات في السوق الأولي).
- 5- سهم الشركة العمومية "الرياض سطيف" للمطاحن.
- 6- سهم مجمع "صيدال" للإنتاج الصيدلاني.
- 7- سهم مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

* COSOB : la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse

** SGBVM : La société de gestion de la bourse des valeurs mobilières

*** IOB : Les intermédiaires en opérations de bours

**** SICAV : Société d'investissement à capital variable

الفرع الثاني- تنظيم سوق الأوراق المالية في الجزائر: بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين من بينهم:

1- شركة تسيير بورصة القيم SGBVM¹: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً **SGBVM** في 27 شارع العقيد عميروش- الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

1-أ- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP .

شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA .

البنك الخاص: يونيون بنك UB

1-ب- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: هم عبارة عن مجموعة من البنوك العمومية وبعض البنوك الخاصة المرخص لها بالنشاط المصرفي في الجزائر في إطار قانون النقد والقرض وبعض المؤسسات المعتمدة في نشاط خدمات الوساطة المالية وهي:

- بنك التنمية المحلية BDL

¹ على موقع بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz> تاريخ الإطلاع 2022/10/23

- البنك الخارجي الجزائري BEA
 - بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
 - القرض الشعبي الجزائري CPA
 - البنك الوطني الجزائري BNA
 - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque
 - بي . أن . بي باريبا فرع الجزائر BNP PARISBAS El Djazair
 - سوسيتي جنيرال Societé Générale Algérie
 - مؤسسة خدمات الوساطة المالية TELL Markets
 - البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie
 - السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria
- 1-ج- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:** تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة للقيام بمجموعة من النشاطات وفقا لاتفاق التأسيس تتمثل فيمايلي:
- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
 - التنظيم المادّي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB .
- 2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB:** والتي تمثل سلطة السوق المالية الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة وحماية المدّخرين.
- 3- الوسطاء في عمليات البورصة IOB:** يتمثلون في البنوك، المؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقد سبق ذكر قائمة الوسطاء المعتمدين في عمليات بورصة الجزائر.

4- المؤتمن المركزي للسندات (DCT)* : الذي ينشط تحت اسم الجزائر للمقاصة " Algérie Clearing " وهو عبارة عن شركة ذات أسهم تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC)**، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، بالإضافة للأدوار التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين.

- مركزه حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.

- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).

- التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية ISIN (ISIN): الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية) .

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

كما ساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق).

5- ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC): هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

6- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)***: وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

* DCT: Le depositaires central des titres

** TCC : Les teneurs de compte-conservateurs de titres

*** OPCVM : les organisme de placements collectif en valeur Mobilières

الفرع الثالث- دوافع إنشاء بورصة الجزائر: الجزائر وكباقي دول العالم كانت لها عدّة مبررات ودوافع لإقامة سوق مالي ومن بين هذه الدوافع نذكر مايلي:

- تعتبر البورصة بديلا غير تضخميا لتمويل الاستثمارات والمشاريع الإقتصادية بعكس التمويل عن طريق المصارف الذي يُعرف بأنه تمويلًا تضخميا لما تلجأ إليه المصارف من التوسع في منح القروض، أمّا البورصة فهي تقوم بتحويل الموارد المالية (المدّخرات) بطريقة مباشرة بين الأعوان الإقتصاديين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي.

- تساهم البورصة في توفير بدائل هامة من الاستثمارات المالية تختلف عن الاستثمارات التقليدية المعروفة كالاستثمار في العقارات والمضاربة فيها.

- تسهل البورصة عمليات حوصصة المؤسسات باعتبارها إطارا مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المساهمين الخواص وبالتالي رفع القدرات التمويلية لهذه المؤسسات ومنه زيادة حجم استثماراتها.

- مساهمة التطورات الحاصلة في حركية رؤوس الأموال عبر العالم، والإستفادة من مزايا إنشاء السوق المالي واستقطاب رؤوس الأموال الاجنبية.

- توفير مجال مناسب للخرينة العمومية للاقتراض من الشركات والأفراد من خلال طرح سندات متوسطة وطويلة الأجل في بورصة الجزائر.

المطلب الثاني : واقع المنتجات المالية الاسلامية ومتطلبات إدراجها في السوق المالي الجزائري:

الفرع الاول: واقع المنتجات المالية الاسلامية في الجزائر

تَوَجَّهَ عدّة دول إسلامية لتبني التعامل بالأدوات المالية الاسلامية، جعل كثير من الدول الأخرى الاسلامية وغير الاسلامية تحذو حذوى هذا التوجه خاصة وأنّ المالية الاسلامية أثبتت مجموعة من الاستثناءات تختلف عن المعاملات التقليدية، ونجحت في التقليل من حدّة الازمات المالية التي تعرضت لها الاسواق المالية.

عرفت الجزائر بعض المحاولات لاعتماد التمويل الاسلامي خاصة في مجال الصيرفة الاسلامية، وترجع أول تجربة للجزائر في مجال إنشاء البنوك الاسلامية إلى سنة 1991م، بحيث احتضنت الجزائر أول بنك اسلامي

متمثلا في بنك البركة برأس مال نصفه عمومي، كما أقيمت آنذاك ندوات وورشات للتعريف بالفكر المالي الاسلامي، وكانت بذلك البلد المغاربي الوحيد الذي ينشط في هذا المجال في تلك الفترة .

وفي التقرير العالمي حول تنافسية البنوك الاسلامية لسنة 2012 وفي ظل الهزات التي شهدها العالم أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008، وما ترتب عنها من اهتمام قوي بمبادئ التمويل الاسلامي، توقع التقرير نمو الأصول المصرفية الاسلامية في دول (MENA)* لتصل إلى 1 تريليون دولار بنهاية سنة 2015، ومن ضمن توقعاته أن تبلغ الجزائر 13 مليار دولار بمعدل يصل 1192,66% ويبدو أن التوقع الأول تحقق بأكثر من قيمته في حين التوقع أن الثاني كان مجال الخطأ فيه كبير. تتمثل الصناعة المالية الاسلامية في الجزائر في شكلين اثنين، المصرفية والتأمين، حيث تتوفر الخدمات المصرفية الاسلامية في ثلاثة مصارف هي بنك البركة الجزائري ذو رأس المال المختلط الذي ينشط منذ سنة 1991م وبنك السلام (الاماراتي) الذي ابتداء أعماله في سنة 2008 ونافذة إسلامية في بنك تقليدي أجنبي خاص هو بنك الخليج(رأسمال قطري) انطلقت خدماتها منذ 2009، بالاضافة إلى شركة سلامة للتأمينات التي تقدم خدمات تكافلية منذ اعتمادها سنة 2006 وهي امتداد لشركة البركة والأمان للتأمين وإعادة التأمين المعتمدة سنة 2000م¹.

مع وجود قوانين ونظام تشريعي يسمح بإصدار بعض المنتجات المالية الاسلامية على مستوى البنوك، إلا أن ذلك لم يرافقه ما يماثله على مستوى السوق المالي، حيث أنّ الجزائر تعتبر الاستثناء الوحيد من حيث المبادرة في البحث عن الإطار القانوني المناسب لإصدار الصكوك في السوق الجزائرية، فبعد رفض لجنة مراقبة البورصة لطلب إدراج صكوك إسلامية لصالح أحد البنوك الإسلامية سنة 2010، بدعوى اختلاف الصكوك الاسلامية عن السندات التقليدية، وغياب الإطار القانوني المنظم لها على مستوى القانون التجاري بالإضافة لعدم اشتمال مفهوم الملكية في القانون المدني الجزائري على طبيعة الملكية التي تتميز بها الصكوك الإسلامية

* MENA : Middle East and North Africa

¹ حمزة شودار، الصناعة المالية الاسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية و المعوقات القانونية المحلية -دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم، العدد 15 من مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 2015، ص 350

بصفتها ملكية مقيدة (دون حق استعمال) وعدم وجود نص ينظم الشركة ذات الغرض الخاص الضرورية لاصدار الصكوك¹.

رغم أن الجزائر كانت السبّاقة لاعتماد المنتجات المالية الاسلامية من خلال اللجوء لاعتماد المصارف الإسلامية، إلا أنّ غياب الارادة الحقيقية للحفاظ على هذا المكسب وتطويره جعلها تتأخر كثيرا في مجال المالية الاسلامية عن المستوى الذي بلغته الدول الاسلامية، بل على العكس من ذلك سجلت تدني في الخدمات المالية الاسلامية، وبقي اعتماد العمل بالمنتجات المالية الاسلامية مجرد تصريحات وشعارات من هنا وهناك، حيث جاء من بعض المصادر الحكومية والمصرفية: "إن ستة بنوك تديرها الدولة تخطط حاليا لإطلاق خدمات مالية إسلامية بنهاية عام 2017 أو في أوائل 2018 كما توجد خطط لتشكيل هيئة شرعية وطنية تشرف على الانشطة المصرفية الإسلامية بنهاية 2017"². تقرر خلال هذه الخطط اعتماد نظام رقم 02/18 المتعلق بالمالية التشاركية، أول إطار قانوني تنظيمي خاص بالمعاملات المصرفية المتوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية، من خلال تحديده للقواعد المطبقة على المنتجات "التشاركية" التي لا يترتب عنها تسديد فوائد، وتحديد شروط الترخيص المسبق من طرف بنك الجزائر للمصارف والمؤسسات المالية المعتمدة للقيام بهذه العملية فضلا عن شهادة مطابقة منتجاتها بأحكام الشريعة، غير أنه لم يجد طريقه للتطبيق³.

بعد ذلك تم اصدار نظام 02/20 والذي جاء فيه تحديد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الاسلامية، وضوابط تطبيق هذه المنتجات مثل الترخيص المسبق من بنك الجزائر للمؤسسات التي ترغب في تسويق المنتجات المالية الاسلامية، بالإضافة إلى ضرورة مطابقتها لأحكام الشريعة التي تقرّها الهيئة الشرعية الوطنية للاعتماد الصناعة المالية الاسلامية، ثم إنشاء هيئة الرقابة الشرعية.

لكن رغم هذه القوانين والإجراءات إلا أن المالية الاسلامية في الجزائر مازالت تراوح مكانها، إذ أن الأمر لا يعدّو أن يكون مجرد قوانين جوفاء تحتاج لتدعيمها بآليات ورسم خطط يمكن من خلالها ترقية التمويل الاسلامي وتوفير البيئة المناسب لدعم هياكله ومؤسساته.

¹ المرجع السابق، ص 360

² عبدلي حنان، مرجع سبق ذكره، ص 181

³ سعد نويري، التوجه نحو المنتجات المالية الاسلامية - الواقع والمعوقات - مجلة المعيار، العدد 4 المجلد 26، جامعة العربي التبسي، 2022، ص 668

الفرع الثاني- متطلبات إدراج المنتجات المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية الجزائري

قبل العمل على ادراج المنتج المالي الاسلامي في سوق الأوراق المالية، يجب أولا توفير متطلبات ترقية الاوراق المالية إلى مصاف الأسواق الناشئة وهذا وفقا مؤشر مورغان ستانلي، وثانيا إدخال المنتجات المالية وتحديد دوافع ذلك، ثالثا العمل على ابتكار منتجات مالية اسلامية وتحديد ضوابطها في اطار الهندسة المالية الاسلامية، ودمج المنتجات المالية الاسلامية الموجودة في الاسواق المالية الاسلامية الدولية.

أولا- متطلبات ترقية السوق المالية الجزائرية إلى سوق ناشئة حسب مؤشر MSCI* :

المتطلبات التي يجب توفر للرقى بالسوق المالية الجزائرية إلى مصاف الأسواق الناشئة حسب مؤشر مورغان ستانلي هي¹ :

1- **متطلبات التنمية الاقتصادية المستدامة:** يمكن اعتبار هذا المعيار متوفر في الجزائر، لكن هذه المتطلبات لا ينظر إليها عند ترقية الأسواق إلى مصاف الأسواق الناشئة حسب مؤشر مورغان ستانلي.

2- **متطلبات تتعلق بالحجم والسيولة:** يشترط للترقية إلى سوق ناشئة على حسب مؤشر مورغان ستانلي توفر ثلاث (03) شركات مدرجة تستوفي ثلاثة معايير معتمدة في منهجية الرقم القياسي العام، تتمثل في:

- قيمة سوقية دنيا لحجم الشركة تعادل 898 مليون دولار.

- قيمة سوقية دنيا للأسهم القابلة للتداول تعادل 449 مليون دولار.

- معدل دوران السهم لا يقل عن 15% سنويا.

وبيين الجدول الموالي واقع في بورصة الجزائر خلال السنتين 2015 و2016

الجدول رقم(22): واقع معايير الحجم والسيولة في بورصة الجزائر حسب مؤشر مورغان وستانلي خلال الفترة 2015-2016

الشركة	السنوات	قيمة الشركة (مليون دولار)	القيمة السوقية للأسهم المتداولة (مليون دولار)	معدل دوران الاسهم %
NCA Rouiba	2015	27.434	--	--
	2016	11	0.53	4.81
Alliance	2015	28.53	0.29	0.47

* MSCI : Morgan Stanley Capital International

¹زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية-دراسة عينة من الأسواق الناشئة، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، 2016/2015، ص 208-209

0	0	14.1	2016	assurances
0.015	0.12	58.204	2015	SAIDAL
0.007	0.039	576	2016	
0.015	0.03	26.208	2015	AURASSI
0.019	0.06	306.68	2016	
-	-	294	2015	Biopharm
1.62	5.6	344	2016	

المصدر: حنان عبدلي، مصدر سبق ذكره ص 196

إذن من ملاحظة الجدول أعلاه، يتبين أنّ كل الشركات الخمسة المدرجة في بورصة الجزائر لا تستوفي أي معيار من معايير الحجم والسيولة الواجب توفرها لترقية السوق إلى سوق ناشئ حسب معايير مورغان ستانلي، وعليه يجب العمل على تحقيق هذه المعايير المتعلقة بالحد الأدنى للقيمة السوقية للشركات المدرجة، والحد الأدنى للقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، بالإضافة معدل دوران الأسهم لا يقل عن 15% .

3- متطلبات تتعلق بسهولة الدخول إلى السوق: وتتعلق هذه المتطلبات في إجرائين هامّين هما:

- الانفتاح على الملكية الأجنبية وإتاحة التملك للأجانب لشركات المساهمة: نجد هذا الأمر في الجزائر جدّ مقيّد بحيث أن القانون الجزائري يسمح للأجانب بتملك جزءٍ يسيرا من رأس مال الشركات الجزائرية، خاصة رأس مال الشركات العامة التي نجدها تخضع لقاعدة 51/49 أي أنّ المستثمر الأجنبي لا يمكنه تجاوز نسبة 49 بالمائة من حصة رأس مال الشركة الوطنية في أي حال من الأحوال، رغم أنّ مؤشر مورغان ستانلي يقبل هذا التحديد في النسب إلا العائق الذي يمنع السوق المالية الجزائرية من الرقي إلى سوق ناشئة هو غياب رأس المال الأجنبي في أغلب الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والتي تخلو ملكية أسهمها من الملكية الأجنبية، وبالتالي هذا المعيار غير متوفر في بورصة الجزائر وينبغي العمل على توفيره لاستكمال شروط الترقية إلى سوق ناشئة.

- زيادة حرية التدفقات الرأسمالية: عمدت الجهات الوصية في الجزائر إلى تطبيق سلسلة من الاجراءات والتدابير مستهدفة تحسين بيئة الاعمال، بغية جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية المباشرة، وفي هذا الاطار احتوت التشريعات المنظمة للاستثمار في الجزائر حزمة من الحوافز والضمانات المشجعة للمستثمرين الاجانب على القدوم للجزائر، كما حققت الجزائر التوازنات الاقتصادية الكلية التي تعتبر شرطا أساسيا لجذب الاستثمار

الأجنبي، وأيضا تتمتع الجزائر بعوامل جذب أخرى لهذا النوع من الاستثمار، ألا وهي الاستقرار السياسي والأمني وحجم السوق واحتمالات نموّه والبنية الأساسية التحتية والموارد الطبيعية¹.

4- رفع كفاءة نظام المعلومات في بورصة الجزائر: لقد أصبح من الضروري جدا على أي شركة ترغب في الإدراج في البورصة تحقيق مستوى عال من الإفصاح والشفافية وذلك لعدّة أسباب نذكر منها مايلي:

- استخدام المستثمرين لأساليب تحليل الأسواق بالاعتماد على بيانات البورصة خلال عملية اختيار نوع العملية التي يرغبون في اجرائها، قد تسبب غياب الشفافية والإفصاح عن بيانات البورصة في تشوّه نتائج التحليل، ممّا يدفع المستثمرين بتجنب الاستثمار في الأسواق التي تتميز بنظام معلوماتي ضعيف.

- توفر الشفافية وضمان الإفصاح في السوق يؤدیان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، كما يسمح توفر المعلومات وبشفافية بالرفع من درجة استقرار السوق، وينتج عن كل هذا تحقيق كفاءة عالية للسوق.

- تساهم قواعد الشفافية في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور فيها، وبالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع حالة عدم الاستقرار لتجنب الخسائر أو على الأقل التقليل منها.

ولرفع كفاءة نظام المعلومات في بورصة الجزائر، وعملا بأحكام النظام رقم 02-2000 المؤرخ في 20 جانفي سنة 2000، تحرص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر على مايلي²:

نشر الاعلام الدوري: من خلال قيام الشركات المسعرة في البورصة بإيداع المعلومات الدورية والدائمة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم، والقيام بنشرها في وسائل الاعلام، وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف، وزيادة على ذلك فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للشركة.

متابعة وتحليل الشركات المسعرة: في إطار تنفيذ التدابير والتوصيات المسطرة في مخطط عصرنة السوق المالية وتطويرها، فقد تم تبني مبدأ التكفل بمتابعة وتحليل الشركات المسعرة في البورصة من طرف خبراء مستقلين، إن

¹ حنان عبدلي، مرجع سبق ذكره، ص 197

² زهير غراية، مرجع سبق ذكره، ص 211

هذا النشاط الذي لم يكن موجودا في السابق يمكن أن يعتمد في مرحلة أولى على التحليل المالي ويتوسع بعدئذ إلى عمليات التحليل الشاملة والاستراتيجية للمصدرين.

تطبيق المخطط المحاسبي والمالي: يعتبر الافصاح المحاسبي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه، فوجود الافصاح المحاسبي يحقق درجة عالية من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق والاشراف على وسائل الاعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات والتدخل لإزالة الغش ومنع التصريح بمعلومات غير صحيحة للمساهمين، ونظرا لأهمية الافصاح المحاسبي في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الاوراق المالية وطبقا للقانون 07-11 المؤرخ في 25/11/2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي فإن النظام المحاسبي المالي قد حل ابتداء من أول جانفي 2010 محل المخطط المحاسبي الوطني، وبموجب ذلك أجبرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مصدري السندات المدرجة في البورصة بضرورة التقيد بالنظام الجديد.

المشاركة في تكوين قاعدة المعطيات (البيانات): ولتشجيع الشفافية وسهولة الوصول إلى المعلومة عمدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بوضع قاعدة معطيات متوفرة على الانترنت تتعلق بالمعلومات المالية، خاصة تلك المتعلقة بحصائل وجداول حسابات النتائج السنوية (منذ 2002) الخاصة بكافة الشركات التي لجأت إلى طلب العلي للاادخار.

5- العمل على استقرار الإطار المؤسسي لبورصة الجزائر: لبلوغ هذا المعيار، يتطلب الأمر من بورصة الجزائر خاصة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة العمل على توفير بيئة استثمارية وتشريعية متطورة تتضمن أنظمة من شأنها الحفاظ على حقوق المستثمرين وتلبي طلبات المستثمرين في مختلف دول العالم. ومن بين أهم الأنظمة المتطورة التي تساعد على استقرار الاطار المؤسسي للبورصة نذكر:

- **نظام التسليم مقابل الدفع:** وهو نظام تسوية التداولات اليومية في السوق يتم بموجبه تسليم الأوراق المالية مقابل تسديد أثمانها بشكل متزامن ونهائي.

- **نظام الحفظ الامين للاوراق المالية:** وهو نظام خاص بتنظيم النشاط الذي يزاوله الحافظ الامين وفقا لاتفاقية الحفظ الأمين بينه وبين العميل، ويتحدد خلال الاتفاقية المهام التي توكل إلى الحافظ الامين، ومن بينها

فتح حساب للاوراق المالية لكل عميل من العملاء، حفظ الاوراق المالية ومباشرة الحقوق المرتبطة بها بما في ذلك قبض الفوائد او الارباح ، اعلام العميل بكل ما يخص القرارات والاجراءات المتعلقة بمصدري هذه الاوراق.

- **نظام التداول بالهامش:** وهو عبارة عن الاقتراض لشراء الاوراق المالية على أن تكون الاوراق المالية في حد ذاتها ضمانا للاموال المقترضة، ويساعد هذا النظام بزيادة القدرة الشرائية للمستثمر.

- **نظام صانع السوق:** صانع السوق هو الطرف العكسي للعميل، لا يعمل وسيطا أو وصيا وإنما ينجز التحوط المالي لمعاملات عملائه حسب سياسته التي تشمل موازنة تعاملات العملاء والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة النقدية ورأس المال، كل ذلك حسب تقديراته، كما أن العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على قوى العرض والطلب، ويكون صانع السوق بنكا أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك إمكانيات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الاسواق بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة أو البيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها¹.

ثانيا- ادراج المنتجات المالية الاسلامية في سوق الاوراق المالية الجزائرية:

لتممكن الجهات المختصة من ادراج المنتجات المالية الاسلامية في سوق الاوراق المالية بشكل آمن ومفيد لنشاط البورصة، بحيث تستطيع هذه المنتجات من منافسة الأدوات الأخرى المتداولة في البورصة وتحقيق الأهداف المنتظرة من الاستثمار فيها، خاصة استقطاب عدد أكبر من المتعاملين، ينبغي لتجسيد ذلك مراعاة الجوانب التالية:

1- **تحديد دوافع ادراج المنتجات المالية الاسلامية:** أن يكون الغرض من ادراج المنتجات المالية الاسلامية في سوق المالي ناتج عن دافعين اثنين هما:

- الرغبة في التزام أحكام الشريعة الاسلامية: وتكون هذه الرغبة تجسيدا لرغبة أصحاب القرار في التزام أحكام الشريعة في كافة مجالات الحياة عموما، وفي المعاملات المالية في سوق المالي بصفة خاصة، اعتقادا منهم أن

¹ زهير غرابية، مرجع سبق ذكره، ص 214

التزام بالأحكام الشرعية الاسلامية أصلح لحياة الناس ولآخرتهم، فإذا كان الأمر بهذا الشكل ينتج عن ذلك شيوع الثقة بين مختلف أطراف السوق المالي وهي أمر هام في مجال التعامل بالمنتجات المالية، والثقة تقابلها الشفافية والافصاح في الأسواق المالية التقليدية والتي كثيرا ما يتم التلاعب بها، لذا يعتبر الالتزام بأحكام الشرع أكبر ضمان لعدم الوقوع في التضليل والتصريح الكاذب فيما يخص توفير المعلومات المالية للشركات المدرجة في البورصة.

- توقع تحقيق أرباح إضافية: أثبتت كثير من التجارب للأسواق المالية الاسلامية ارتفاع معدلات الطلب على المنتجات المالية الاسلامية، خاصة فيما يتعلق بالصكوك الاسلامية مقارنة بالادوات المالية التقليدية، هذا الارتفاع في الطلب على المنتجات المالية الاسلامية يحفز نشاط الاستثمار مما ينتج عنه ارتفاع معدلات العوائد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عمليات الادراج وارتفاع حجم التداول وبالتالي تحقيق أرباح إضافية إلى البورصة.

2- توفير المتطلبات اللازمة لإدراج المنتجات المالية الاسلامية: كما سبق وأن تطرقنا إليه في جزء سابق من هذا البحث حول المتطلبات الواجب توفرها لاقامة سوق مالي اسلامي، فكذلك في الجزائر يجب توفر هذه المتطلبات بما فيها المتطلبات القانونية من خلال توفير التدابير التنظيمية اللازمة والغطاء القانوني المطلوب، وذلك بما لا يتنافى مع الاحكام الشرعية حتى يتمكن القائمون على السوق المالي بضبط مختلف العمليات والاجراءات التي تجري فيه، خاصة اصدار المنتجات المالية الاسلامية، ادراجها وتداول في سوق الاوراق المالية. كما يجب توفير المتطلبات الشرعية ويقصد بها مجموع الاجراءات والتعديلات والضوابط الشرعية المطلوب تحقيقها في بورصة الاوراق المالية بهدف إدراج المنتجات المالية الاسلامية، دون أن تُحمّل المتطلبات الادارية والفنية والتي تمس بشكل مباشر الجانب العملي والتطبيقي للسوق، ويتعلق الأمر بتعيين هيئة رقابة شرعة ولجنة تحضيرية لإدارة ادراج المنتجات المالية الاسلامية، وهذا بغرض المرافقة الفنية للعملية ومراقبة مدى الالتزام بالأحكام الشرعية في كافة مراحل الادراج. وكأخر المتطلبات والتي تعد مهمة جدا في نجاح عملية الادراج، يتعلق الامر بتدريب وتأهيل الكوادر الادارية وقيادات العمل للتأقلم مع العمل الجديد ونجاح العمليات المالية الاسلامية.

المطلب الثالث - سبل استفادة الجزائر من التجارب الدولية في مجال انشاء سوق مالي اسلامي:

يعرف الاقتصاد الجزائري تفشي ظاهرة المعاملات غير الرسمية الموازية لكافة المعاملات، التجارية، الاقتصادية والمالية، ومن ذلك ما يميّز الجانب المالي بوجود كتلة نقدية كبيرة موجودة خارج المعاملات الرسمية قدرت بـ 40 مليار دولار¹، ويرى المختصون الاقتصاديون أنّ سبب عزوف كثير من أصحاب رؤوس الاموال عن استثمار أموالهم في اطار المعاملات المالية الرسمية، هو رفضهم للتعامل مع البنوك الربويّة، هذا من جهة ومن جهة ثانية رداءة الخدمات المالية المقدمة من طرف المنظومة البنكية في الجزائر، هذا عكس ما نجده في الدول التي كانت لها فضل الريادة في مجال إنشاء سوق مالي اسلامي على غرار ماليزيا، السعودية، اندونيسيا، السودان...، تعتبر ماليزيا من بين الدول التي عملت على سحب الكتلة النقدية العاطلة عن النشاط المتواجدة في حوزة الجمهور لاستعمالها في تمويل المشاريع الاقتصادية، وجذب المتعاملين الاقتصاديين الراغبين في توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الاسلامية، من خلال رسم استراتيجية مدروسة وسياسة تحفيزية، عن طريق إصلاح المنظومة الضريبية وتقديم اعفاءات ضريبية، منح تسهيلات للمستثمرين في السوق. وتأسيا بذلك يجب على الحكومة الجزائرية أن تكون لها إرادة حقيقية في ذلك باطلاق برنامج شامل مدروس بدقّة والاستفادة من التجارب السابقة بمحاكاة الاساليب المطبقة في الدول التي اعتمدت تطبيق المعاملات المالية الاسلامية في اسواقها المالية، وذلك من خلال:

1- توفير الإطار القانوني والتشريعي الملائم:

يمكن توفير الاطار القانوني الداعم للسوق المالي الاسلامي من خلال إصلاح المنظومة الموجودة وتكييفها وفقا ما تقتضيه الاحكام الفقهية، واستحداث قوانين تعزز لاقامة منظومة قانونية تتوافق مع الشريعة الاسلامية، يجب أن يمس هذا التغيير جميع أقسام السوق المالي بمختلف مكوّناته، بحيث يجب أن يشمل ذلك تهيئة الظروف للانتقال لسوق مالي اسلامي لكافة المتدخلين في السوق بما في ذلك النظام المصرفي والمؤسسات المالية،

¹ بودريوة أمينة، سعيح عبد الحكيم، حاجي كريمة، التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الاسلامية وسبل الاستفادة منها في الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، ع1، أفريل 2020، ص 24

مؤسسات التأمين، شركات الوساطة المالية والسماسة. بالإضافة لتوفير الاطار القانوني في سوق الأوراق المالية الاسلامية الذي يشكل الشق الثاني من السوق المالي بعد السوق الأولي بمختلف مؤسساته.

تعد الشروط القانونية نقطة البداية الحقيقية لاقامة سوق للأوراق المالية الاسلامية بالجزائر، إذ تعتبر هذه السوق جزء من منظومة اقتصادية متكاملة لا تعمل في فراغ تنظيمي، وإنما تحكمها مجموعة من القوانين والاعراف التي ترسم حدود عملها، لذلك فإن إقامة هذه السوق لا بد لها من مدخل قانوني مختص يوفر لها الغطاء الرسمي، تبدأ خطوات إقامة سوق أوراق مالية اسلامية بالجزائر بالتصريح بالرغبة من طرف الجهات الرسمية إتما عن طريق شجاعة سياسية تطرح في البرلمان للمصادقة عليها أو عن طريق أمر صادر من رئيس الجمهورية، وفي هذا المجال يتم صدور اتفاقية التأسيس أو قانون التأسيس، والذي يجب أن يحتوي على كل المعلومات المطلوبة عنها كالاسم التجاري، والموازنة، المقر القانوني لنشاطها، وتحديد أهدافها والمتمثلة أساسا في أن تمارس أغراضها وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية، كما يجب أن يحتوي هذا القانون تشكيل هيئة شرعية عليا تابعة لوزارة الشؤون الدينية والوقفات تضم عناصر شرعية وقانونية ومصرفية، حيث تتولى الرقابة العليا على المصارف والمؤسسات المالية ويكون رأيها ملزم¹.

بعد اتخاذ قرار تحويل السوق المالي للعمل وفق أحكام الشريعة يتم تشكيل لجنة تتولى التحضير للعملية من خلال إعداد خطة محكمة للوصول إلى الهدف المطلوب، أما التحضير للنصوص القانونية فالجهات الرسمية هي من تأخذ على عاتقها معالجة الجانب المتعلق بذلك، وهذا بغرض توفير الإطار التشريعي الذي ستعمل ضمنه السوق المالية الاسلامية، بحيث يراعى في ذلك خصوصية الاقتصاد الجزائري والأسواق الناشئة فيه بما في ذلك سوق الأوراق المالية، وذلك وفق الشروط التالية²:

- الإنفراد بتأصيل خاص، من خلال مراقبة التجارب الدولية وإصدار قوانين جزائرية.
- تقنين الاحكام الشرعية المستمدة من أحكام الفقه الاسلامي الأكثر إتفاقا مع واقع البلاد ومصالحها دون التقيد بمذهب معين، وهذا لتحقيق الكفاءة الشرعية.

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 113

² نفس المرجع ، ونفس الصفحة

- إعفاء المصارف والشركات الاستثمارية التي تسري عليها أحكام هذا القانون من الخضوع لأية قوانين أو تشريعات أو لوائح أو أعراف تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- تعديل بعض القوانين للتوافق مع طبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامية، كقانون المالية الذي لم يأخذ بعين الاعتبار منتجات المالية الإسلامية في المعاملة الضريبية، إضافة إلى الأنظمة التي تصدرها سلطة الضبط والتي لم تعطي الأرياحية للمؤسسات المالية الإسلامية لممارسة نشاطها، مما يستدعي الأمر لصياغة قانون خاص للصيرفة الإسلامية، وآخر لمنتجاتها، إضافة إلى تعديل القانون التجاري الذي لم يراعي الخصوصية وتصنيف المنتجات المالية الإسلامية، فضلا عن ما سبق إعادة صياغة قانون الاستثمار وقانون الشركات ليتماشى مع احكام الشريعة الإسلامية.
- 2- الشروط الاقتصادية لإقامة سوق مالية إسلامية في الجزائر:** باعتبار أن السوق المالي جزء المنظومة الاقتصادية، بل يمثل أكثر مكونات الاقتصاد تأثيرا وتأثرا بالنشاط الاقتصادي وشديد الحساسية للمتغيرات الاقتصادية، ولإقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر يجب على القائمين على ذلك الاستفادة بطريقة مثلى من التجارب التي كان لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، ومن مظاهر الاستفادة دراسة الشروط الاقتصادية التي حققتها البلدان المتحوّلة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ومحاولة تطبيقها على الاقتصاد الوطني في حدود الخصوصية التي تميّزه عن الدول الأخرى والتأكد من عدم معارضة هذه الإصلاحات لقوانين الدولة وأعرافها، وتمثل هذه الإصلاحات في الخطوات التالية:
- القيام بإصلاحات هيكلية اقتصادية شاملة من خلال نشر الوعي الاستثماري، ويتم ذلك عن طريق الحث على فتح رأس مال الشركات وتحفيزها على تقسيم رأس مالها إلى أسهم يستطيع من خلاله الأفراد المشاركة في العمليات الاستثمارية والاستفادة من صيغ الاستثمار بالمشاركة.
- اصلاح النظام الضريبي وتكييفه مع متطلبات التمويل الإسلامي لتحفيز الافراد والشركات على الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية.
- العمل على كسب ثقة المستثمرين من خلال فرض إجراءات صارمة على متعاملي السوق المالية في حالة مخالفة العقود المالية وخاصة على مستوى مؤسسات الصيرفة الإسلامية.

- تسهيل اجراءات إنشاء المؤسسات والشركات الناشطة في مجال التمويل الاسلامي، ومنح الحرية في استحداث الادوات المالية الاسلامية المتوافقة مع الشروط التي تفرضها هيئة الرقابة الشرعية.
- العمل على تحفيز إنشاء المؤسسات المالية الاسلامية، من بنوك اسلامية، شركات استثمار اسلامية، صناديق استثمار اسلامية وشركات الوساطة المالية، وهذا بغرض رفع حجم المعاملات المالية الاسلامية التي بدورها تساهم في تنمية السوق المالي الاسلامي.
- الالتزام بمبدأ حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وحرية المعاملات فيه وشيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للأنشطة الاقتصادية وللسوق المالي، والوفاء بالعهود والعقود، ومنع تداول أي أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوّها من الربا، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات تتنافى مع أحكام الشريعة¹.

¹ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 115

خلاصة الفصل

تم خلال هذا الفصل استعراض أهم التجارب العملية لاقامة سوق مالي اسلامي وما مدى تحقيق ذلك في الجزائر بمحاكاة التجارب الرائدة، إذ يعتبر الهدف الرئيسي من التحويل من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي هو التزام العمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية، بالاضافة إلى الاستفادة من مزايا المعاملات المالية الاسلامية التي تتسم بقلّة مخاطرها وعدالة توزيعها، الأمر الذي يمكن من خلاله تحقيق أرباح رأسمالية.

تمّ التطرق في هذا الفصل إلى بعض التجارب العملية لاقامة سوق مالي اسلامي من خلال عرض نموذجين إثنين يختلفان تماما عن بعضهما البعض من حيث اسلوب التحويل والشكل النهائي لعملية التحويل، فالتجربة الماليزية اعتمدت الاسلوب المتدرج والمرحلي في عملية التحويل في نظام مزدوج من خلال المحافظة على سوق مالي تقليدي قائم جنبا إلى جنب مع سوق مالي اسلامي ويخضعان لهيئة اشرافية واحدة، وما هو ملاحظ في التجربة الماليزية وجود عدد كبير من شركات المساهمة المدرجة في السوق الثانوي، الأمر الذي ساعد على إقامة سوق رأس مال اسلامي قوي وعميق ترشحت به بذلك ماليزيا لاحتلال المركز الأول عالميا في حجم تداول أدوات الملكية من صكوك اسلامية، صناديق استثمار اسلامية... الخ، أما النموذج الثاني والمتعلق بالتجربة السودانية فقد قامت الحكومة السودانية بأسلمة نظامها المالي بالكامل، وقد تمكنت خلال ذلك من ارساء قواعد متينة لاقامة سوق مالي اسلامي لاجتناب التأثير الذي قد تتسبب فيها الأدوات المالية التقليدية على الادوات الاسلامية البديلة لها، ورغبة من الحكومة السودانية لتحقيق انطلاقة ناجحة في ذلك وتسهيل عملية مراقبة السوق أخذت على عاتقها عملية اصدار شهادات حكومية متنوعة قائمة على مبادئ المالية الاسلامية قابلة للتداول في السوق الثانوية، وقد حاولت السودان بذلك تحقيق اهداف الخطط الانمائية

عن طريق استقطاب رؤوس الاموال التي في حوزة الشركات والمؤسسات والأفراد لاستعمالها كأدوات تشاركية في الاستثمار لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتتبع مسار الاصدارات في السودان نجد أن حجم كبير من الشهادات الحكومية استعملت كاداة من أدوات السوق المفتوحة، لكن ما يعاب على التجربة السودانية هو العدد القليل من شركات المساهمة المدرجة في بورصة الخرطوم، كون أن أغلب الشركات الناشطة في الاقتصاد السوداني ذات طابع عائلي متحفظة من فتح رأس مالها أمام الجمهور للمساهمة.

من خلال التمعن في المعطيات التي تم تحليلها في هذا الفصل للتجربتين السابقتين نلاحظ أن التجربة الماليزية سبقت التجربة السودانية بأشواط كبيرة خاصة فيما يتعلق بعمق السوق واتساعه. لكن هذا لا يمنع من الاستفادة من كلتا التجريبتين في تحويل السوق المالي الجزائري للعمل وفق احكام الشريعة من خلال استقاء أهم الايجابيات ربحا للوقت والجهد في سبيل انجاح عملية التحويل وتجنب سلبيات التي وقعت فيها التجارب الرائدة، ففي الجزائر توجد كل الظروف لتسهيل عملية التحويل فأغلب الشركات الموجودة هي شركات مساهمة أو على الاقل قابلة لفتح رأس مالها وهي شركات معتبرة، يبقى فقط بذل الجهود ورسم خطط لتحفيزها على تحقيق شروط الالتزام بأحكام الشريعة الاسلامية، ومساعدتها على توفير شروط الادراج في البورصة من خلال منح التحفيزات والتسهيلات اللازمة لذلك، وهكذا يمكن الاستفادة من رؤوس الأموال المتداولة خارج السوق المالي لاستعمالها في العمليات الاستثمارية، أما فيما يخص الشركات المدرجة حاليا في البورصة الجزائرية فأغلبها شركات وطنية تسهل عملية اخضاعها لأحكام الشريعة الاسلامية، بالإضافة إلى أن المؤسسات المالية والمصرفية المعتمدة في السوق المالي الجزائري فمعظمها عمومية، وبالتالي فإن عملية تحويل السوق المالي الجزائري للعمل وفق الاحكام الشرعية لا تحتتمل المرحلة الانتقالية فيه مخاطر كبيرة وسهلة التحقق إذا تم تهيئة الظروف اللازمة لذلك، كما أن عدم التطور الذي يميز نشاط السوق ثانوي في الجزائر يساعد في عملية التحوّل، كون أن الإقتصاد لا يعتمد عليه بشكل كبير في العمليات التمويلية بحيث أن أغلب المستثمرين يلجؤون لتمويل استثماراتهم بالقروض البنكية بشكل أساسي والموجودة بحوزة الجهاز المصرفي و التي يمكن استبدالها بسهولة بأدوات مالية اسلامية وبشكل سلس.

الخاتمة العامة

الخاتمة

تعتبر الأسواق المالية قنوات تفاعل ومجال لطلب الأموال وعرضها، وبذلك تمثل أهم مصدر من مصادر تمويل الاقتصاد وأنسب وسيلة لاستثمار الأموال، من خلال تسهيل حركية انسياب رؤوس الاموال بين مختلف الأعوان الإقتصاديين، مما يسمح ذلك بتنشيط الإقتصاد وتوفير متطلبات التنمية الاقتصادية، ويمثل التوجه إلى السوق المالي خاصة من خلال البورصة طلبا للتمويل ظاهرة صحية بخلاف الاقتراض من البنوك والذي يعتبر تمويلا تضخميا. ولوجود بعض المعاملات التي تتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية بالاسواق المالية التقليدية كان لزاما على الدول الاسلامية العمل على اقامة سوق مالي اسلامي كامل الاركان والشروط تلي رغبات المستثمرين المسلمين، وتؤسس لسوق يتلائم مع خصوصيات المجتمعات الاسلامية، ظهرت عدّة تجارب في المجال حققت نجاحا معتبرا مقارنة بجدائثه نشأتها، ورغم هذا مازالت كثيرا من الدول الاسلامية متأخرة عن إقامة سوق مالي إسلامي، والجزائر من بين الدول التي مازالت تقدم قدما وتؤخر آخرا في هذا الشأن بالرغم من توفرها على مناخ ملائم لإرساء فكرة تأسيس سوق مالي اسلامي، وعليه واستنادا لما تقدم التطرق إليه خلال أجزاء هذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

نتائج الدراسة:

- 1- يعتبر التحول من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي واجبا شرعيا، وأحد أهم الاساليب لتطوير أسواق الأوراق المالية في الدول الاسلامية عموما والجزائر على وجه الخصوص، كون أن عملية التحول تسمح باستقطاب أموال كانت خارج التداول ودمجها في السوق المالي، الأمر الذي يسمح بزيادة حجم الأموال المتداولة وهذا ماسجلناه خلال تحليل تجربتي ماليزيا والسودان.
- 2- توضيح الأحكام الشرعية المتعلقة بالأدوات المالية من طرف الهيئات الرقابية والشرعية يساهم في نجاح العملية التسويقية للأدوات المالية الاسلامية، مما يؤدي إلى تحفيز الاستثمار في الادوات المالية الاسلامية الذي يساعد في انجاح عملية التحول نحو سوق مالي اسلامي.
- 3- يعتبر توفير التشريعات اللازمة والانظمة التي تضبط المعاملات المالية الاسلامية أولى خطوات التحول لاقامة سوق مالي اسلامي وأهم مرحلة لتحقيق ذلك.

- 4- من خلال تحليل التجارب الدولية في مجال إقامة سوق مالي إسلامي أثبت الواقع العملي نجاح هذه التجارب وإن تباينت نسب النجاح من سوق لآخر، ويرجع هذا التباين إلى الكفاءة الاقتصادية لكل دولة ومدى استجابة العوامل الفنية والادارية والانتاجية لعملية التحوّل.
- 5- وجود علاقة تبادلية بين التحوّل نحو سوق مالي اسلامي وتوفير دعائم ومكونات هذه السوق من مؤسسات مالية وبنوك وشركات، بحيث يؤثر ويتأثر أحدهما بالآخر، فوجود سوق مالي يحفز على تحويل هذه الدعائم للعمل وفق أحكام الشريعة، ووجود هذه الأخيرة يسهل عملية التحوّل نحو سوق مالي اسلامي.
- 6- يساهم المورد البشري المؤهل في نجاح عملية التحوّل نحو سوق مالي اسلامي وفي مختلف مراحلها.
- 7- يتوقف إختيار الأسلوب الذي يتم اعتماده لتحويل سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي اسلامي على مدى اعتماد الاقتصاد على السوق المالي، فإذا كان الاقتصاد يعتمد بشكل كبير على السوق المالي في مختلف القطاعات المكونة للإقتصاد لتحقيق التنمية المنشودة، فمن الصعب جدّا اعتماد أسلوب التحوّل الفوري والكلي لما قد ينجم عنه تعطل أو ضعف أداء القطاعات الاقتصادية وتعرضها لمخاطر عدّة، نتيجة للقطيعة التي تحدثها عملية التحويل الفوري، بينما إذا كان السوق المالي غير متطور ولا يساهم بشكل مؤثر في النشاط الاقتصادي فاسلوب التحوّل الفوري ممكن في هذه الحالة ويعتبر أكثر نجاعة نظرا لتقليص مدّة التحوّل ربّما للوقت والتكاليف.
- 8- من خلال تتبع تطور تداول الادوات المالية في الاسواق المالية الاسلامية نلاحظ وجود اقبال معتبر على التعامل فيها، ويوحى ذلك بوجود رغبة كبيرة وقابلية لدى مختلف الأعوان في السوق المالي أفرادا ومؤسسات.
- 9- التحوّل نحو سوق مالي اسلامي في الجزائر لا يمكن تحقيقه إلا باتباع مجموعة من المراحل وتوفير شروط خاصة تقتضيها عملية التحوّل من خلال تحقيق مجموعة من المتطلبات، ويجب أن تلمس هذه الإجراءات كافة مكونات السوق المالي من إدارة وهيئات إشرافية، الأدوات المالية المصدرة والمتداولة، بالإضافة كل المتدخلين في السوق المالي من وسطاء وعارضي الأموال وطالبيها، وتوفير أشكال متعددة من المنتجات المالية الاسلامية كبداية عن الادوات المالية التقليدية، وهكذا يمكن تحقيق نظام مالي قائم على شرعية التعامل داخل

السوق، وبسط العدالة والمساواة بين متعاملي السوق بهدف الوصول إلى كسب ثقة هؤلاء المتعاملين، وبهذا يتحقق اتساع السوق المالي وزيادة عمقه ونموّه .

التوصيات:

1- لإنجاح عملية التحول نحو سوق مالي إسلامي ينصح بتوفير أشكال عديدة من الأدوات المالية الإسلامية لتكون بدائل منافسة للأدوات المالية التقليدية، وهذا لتجنب هجرة المستثمرين للسوق المالي المتحوّل وخروج رؤوس الأموال من السوق.

2- إبراز وإظهار أكثر الأدوات والعقود المالية الإسلامية تحقيقاً للأرباح مقارنة بالأدوات المتداولة في الأسواق التقليدية، مع العمل على تطويرها وتقديم التسهيلات اللازمة لزيادة الاستثمار فيها كالإعفاءات الضريبية وما شابه ذلك.

3- الاهتمام بالتكوين الأكاديمي للموارد البشرية المتخصصة في المالية الإسلامية وإشراك الجامعة والمراكز البحثية في عملية التحوّل نحو السوق المالي الإسلامي، من خلال تنظيم ملتقيات وندوات والقيام ببحوث في هذا المجال.

4- ضرورة استغلال التزام المجتمعات الإسلامية بأحكام الشريعة في كافة الدول الإسلامية عموماً والجزائر بشكل خاص، واعتماد سياسات ترويجية للمنتجات المالية الإسلامية وتنمية الوعي الاستثماري والادخاري المبنين على احكام الشريعة الإسلامية.

5- تخلف السوق المالي الجزائري عن باقي أسواق العالم والذي جعله لا يساهم في تمويل الاقتصاد بشكل كبير، هذا يمنحه ميزة خاصة عن باقي الاسواق ويجعل من المرحلة الانتقالية للتحول غير خطيرة لذا يوصى بالتحول نحو سوق مالي اسلامي وبأسلوب كلي ربحا للجهد والوقت، وبالنظر إلى طبيعة مكونات المجتمع الجزائري المتمسك بمبادئ الاسلام والمتحفظ من الوقوع في المعاملات المالية الربوية يمكن أن تكون التجربة في التحول نحو سوق مالي اسلامي ناجحة، وإن لم يتحقق النجاح فالمخاطر المرتبطة بالعملية يكون تأثيرها قليلا نظرا لطبيعة الاقتصاد الجزائري، لذا يجب على القائمين على السوق المالي في الجزائر دراسة أهمية العملية خاصة وأنه يطغى على الاقتصاد الوطني ظاهرة المعاملات غير الرسمية (الموازية)، وإقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر

من شأنه أن يمتص رؤوس الأموال المتواجدة في الاسواق الموازية وتوجيهها نحو الاطار الرسمي والاستفادة منها كاستثمارات مالية تعتمد مبادئ المالية الاسلامية.

قائمة المراجع

1- المصادر باللغة العربية

أولاً- القرآن الكريم

ثانياً- كتب التفسير والسنة

- أبي عبدالله مُجَدِّد بن اسماعيل البخاري، صحيح البخاري، بيت الالفاكار الدولية، الرياض 1998
- أحمد بن علي ابن حجر العسقلاني، "فتح الباري بشرح صحيح البخاري"، الجزء الرابع، المكتبة السلفية، مصر، 2001

ثالثاً- المعاجم والقواميس

- ابن منظور، لسان العرب ، دار المعارف ، مصر 1981
- أحمد فارس بن زكريا أبو الحسن ، معجم مقاييس اللغة، الجزء 03، دار الفكر، بيروت 2006
- حسن النجفي ، عمر الأيوبي ،معجم المصطلحات التجارية و المصرفية،أكاديمية أنترنسيونال، بيروت 1994
- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة 04، مصر 2004

رابعاً- القرارات والقوانين والنصوص التشريعية

- المراسيم و اللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، اعداد سوق الكويت للأوراق المالية
- المادة 416 من القانون المدني الجزائري
- قرار رقم 63(7/1) بشأن الاسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الجزء الأول، العدد السابع ، السعودية 1998
- قرار رقم 74(8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الاسلامية، مجلة المجمع الفقهي ، قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-238، الإصدار الرابع 2020
- قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 64(7/2)،مجلة المجمع الفقهي ، قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي : الدورات 2-24 القرارات 1-238، الإصدار الرابع 2020

- المادة رقم 09، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية - جمهورية السودان، 1994
- المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في 13 ماي 1993 المتعلق ببةرصة القيم المنقولة بالجزائر
والمعدل بموجب القانون رقم (03-04) المؤرخ في 17 فيفري 2003

خامسا: الكتب

- ابراهيم بن صالح العمر، النقود الائتمانية: دورها و آثارها في اقتصاد اسلامي، دار العاصمة، المملكة العربية السعودية 1993
- أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقا لأحكام القانون، دار الفكر العربي، القاهرة 1982
- أحمد مُجَّد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية 2011
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، دار الطبع مركز جامعة القاهرة، القاهرة 1998
- أحمد مُجَّد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، دار الفكر الجامعي 2008
- أحمد أبو الفتوح الناقه" نظرية النقود و البنوك و الاسواق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 1998
- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد (1) الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص251
- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2006
- أحمد شعبان مُجَّد علي، الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر 2014
- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار النشر سلسلة صالح كمال، القاهرة 1995
- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للنشر والتوزيع، القاهرة 2007

- أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية، دار مركز الطبع جامعة القاهرة 1998
- أحمد فهد البطوش، تداول أسهم الشركة المساهمة في سوق الاوراق المالية (البورصة) دراسة مقارنة، الطبعة الاولى، عمان دار العلمية الدولية للنشر و التوزيع، 2020
- أحمد خليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي، الطبعة الثانية، القصيم، السعودية، دار ابن الجوزي 2004
- أحمد بن مُجَّد الخليل، الاسهم و السندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي ، بيروت 2006
- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان 2008
- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر و التوزيع، عمان، 2017
- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الاسواق و المؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، مصر 1999
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الاولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان 2010
- أسامة نائل المحيسن ، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، الطبعة الأولى، عمان، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008
- إلياس حداد، الاوراق التجارية في النظام التجاري السعودي، المكتبة الوطنية الموحدة للتوزيع، السعودية 1986
- أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور اسلامي، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان 2004
- حمد صالح جبر، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية، مؤسسة الفليح للنشر، الكويت 1982
- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 1998

- حمدون الشيخ، شركة المساهمة حقيقتها والأحكام الشرعية المتعلقة بها، الطبعة الأولى، دار الضحى للنشر والاشهار، الجلفة- الجزائر 2016
- حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2002
- حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية : مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الاسكندرية 2001
- حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية : مفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة، الطبعة 05، الدار الجامعية، القاهرة 2001
- حيدر يونس الموسوي، المصارف الاسلامية: أداؤها المالي و أثرها في سوق الاوراق المالية، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان 2011
- حسين حسين شحاتة، عصام أبو النصر، الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الاوراق المالي، سلسلة بحوث و دراسات في الاقتصاد الاسلامي، دار المشورة
- حسين حامد حسان، كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي - الأدوات المالية الإسلامية ، المكتبة الشاملة الحديثة على الرابط: <https://al-maktaba.org/book/8356/12580#p3>
- خليل هندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالي، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان 2000
- ديبان مُجد الدين، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، الجزء 13، ط 2، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض 2014
- راشد البراوي، الموسوعة الاقتصادية، مكتبة النهضة، القاهرة، 1987
- رضوان أبو زيد، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة 1978
- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، 2007
- زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الاولى، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع 1997

- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة 2017
- سعيد بن تركي بن مُجَّد الخثلان، أحكام الأوراق التجارية في الفقه الاسلامي ، دار ابن الجوزي، الدمام- السعودية 2004
- سعيد يحي ، الوجيز في النظام التجاري السعودي، المكتب العربي الحديث، الطبعة الاولى، الاسكندرية 2004
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الاسلامية، دار النهار ، القاهرة 1996
- سيد طه بدوي، عمليات بورصة الاوراق المالية الفورية والآجلة من الوجة القانونية، دار النهضة العربية، مصر 2001
- سعود مُجَّد الربيعه، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، ط1، منشورات مركز المخطوطات، الكويت 1992
- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار و التمويل في الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، ط1 ، القاهرة، 2017
- شعبان مُجَّد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية (من منظور إسلامي)، دار الفكر المعاصر، دمشق 2002
- شوقي عبده الساهي، " المال و طرق استثماره في الاسلام" ، الدار الجامعية، مصر 1984
- صالح بن زاین المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، مركز البحث العلمي و إحياء التراث الاسلامي ، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، جامعة أم القرى، السعودية، 1985
- صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الاسلامية، ط1، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان 2008

- عائشة الشرقاوي، البنوك الاسلامية: التجربة بين الفقه و القانون و التطبيق ، المركز الثقافي العربي،
الدار البيضاء، المغرب 2000

- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض الجوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية،
القاهرة، 1998

- عاشور عبد الجواد عبد المطل، دور البنوك في خدمة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2003

- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي
ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2007

- عبد المنعم التهامي، " التمويل مقدمة في المنشآت والاسواق المالية ، مكتبة عين الشمس،
القاهرة 1985

- عبد القادر أحمد مُجَّد الصباغ، قيد الاوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري و
السعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة 2017

- عبد الله مُجَّد العمران، الأوراق التجارية في النظام السعودي، الطبعة الثانية، الرياض 1995

- عبد العزيز الخياط، الأسهم و السندات من منظور إسلامي ، دار السلام للطباعة، القاهرة 1989

- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، الاردن 2000

- عبد الرزاق رحيم الهيتي، المصارف الاسلامية بين النظرية و التطبيق، ط 1 ، دار أسامة للنشر و
التوزيع، عمان، الاردن 1998

- عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم ، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث،
الاسكندرية- مصر 1995

- عطوان مروان، الأسواق النقدية و المالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993

- علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة 1992

- فايز تيم، مُجَّد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، داروائل للنشر و التوزيع، الاردن 2005

- قاسمي عبد الغني، أدوات سوق النقد الاسلامية - مدخل للهندسة المالية الاسلامية ، على الرابط:

<https://www.academia.edu/241154>

- مبارك بن سليمان آل فواز، الاسواق المالية الإسلامية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك بن عبد العزيز، جدة 2010
- مبارك بن سلمان بن مُجَّد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الاول، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض 2005
- محفوظ جبار، البورصة و موقعها من اسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر 2002
- محروس حسن، الاسواق المالية و الاستثمارات المالية، دار النشر: كتب عربية، بدون سنة نشر
- مُجَّد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن 2009
- مُجَّد المبروك ابو زيد ، " التحليل المالي شركات واسواق مالية "، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض 2009
- مُجَّد وجيه حنيني ، تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية دراسة تطبيقية، ط 1 ، دار النفائس، عمان 2009
- مُجَّد السويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الاوراق المالية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996
- مُجَّد أحمد السريتي و مُجَّد عزت مُجَّد غزلان، اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق المالية، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع ، الاسكندرية 2010
- مُجَّد ايمن عزت الميداني، الادارة التمويلية في الشركات ، الطبعة الثالثة، مكتبة العبيكان، 2015
- مُجَّد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي، الطبعة السادسة، دار النفائس، بيروت 2007
- مُجَّد رواس قلعه جي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه و الشريعة، دار النفائس، الطبعة الثانية، بيروت-لبنان، 2002
- محمود مُجَّد الداغر، الاسواق المالية : مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان 2005

- مُجَّد خلة توفيق، الهندسة المالية - الاطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار- ط 1 ، دار الفكر العربي، الاسكندرية 2011
- مُجَّد مطر، إدارة الاستثمارات، ط3، مؤسسة الوراق، الأردن 1999
- مُجَّد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات عمان، الطبعة الثانية ،دار النفائس، الأردن 2009
- محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية و أثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كمال للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، الكتاب الثاني، الطبعة الاولى، 1995
- مُجَّد الأمين ولد علي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانوني للسوق المالية الاسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الاسلامية، دار ابن حزم، بيروت 2011
- مُجَّد مطر، إدارة الاستثمارات- الاطار النظري و التطبيقات العملية، دار وائل، الاردن 2006
- مُجَّد البناء، أسواق النقد و المال، زهراء الشرق، مصر، 1996
- مُجَّد صبري هارون، أحكام الاسواق المالية (الاسهم و السندات) و ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الاسلامي، دار النفائس، الاردن، ص 301
- مُجَّد ابراهيم أبو شادي، الخدمات المصرفية في البنوك الاسلامية، دار النهضة العربية، مصر، 2000
- مُجَّد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، مصر 1992
- محسن أحمد الخضيرى، البنوك الاسلامية، الطبعة الثالثة، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر 1999
- مُجَّد نورالدين غادمن، تطور سوق الاوراق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008
- مُجَّد سليمان الاشقر وآخرون، بيع المرابحة، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان 1998
- مركز التمييز البحثي في فقه قضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة، المجلد الثاني، الطبعة الاولى، جامعة الامام مُجَّد بن سعود، المملكة العربية السعودية 2014

- مصطفى حسين سليمان و آخرون، المعاملات المالية في الاسلام، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الاردن 1990
- مصطفى يوسف كافي، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان ، دمشق 2014
- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف ، الاسكندرية 2003
- منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف، القاهرة 2006
- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر 2003
- ناظم مُجَّد نوري الشمري، عبد الفتاح زهير، الصيرفة الالكترونية الادوات والتطبيقات ومعوقات التوسع، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان 2008
- نسرین عبد الحمید نبیه، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012
- نادية مكاوي أبو فخر، " اتجاه معاصر في ادارة المنشآت و الأسواق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة 2012
- ناظم مُجَّد نوري الشمري و آخرون، أساسيات الإستثمار العيني و المالي، ط 1 ، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 1999
- نضال الشعار، سوق الأوراق المالية و أدواتها، الجندي للطبع و النشر، سوريا، الطبعة الثالثة، 2006
- هشام كامل كشوط ، المدخل إلى ادارة الاستثمارات من منظور اسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان 2013
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، المعايير الشرعية (النص الكامل للمعايير الشرعية)، المنامة- البحرين 2017
- هوشيار معروف، ، الاستثمارات والأسواق المالية ، ط 1، دار الصفاء، عمان 2003
- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، الطبعو الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية 2011

- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين 2007
- وليد بن هادي، أصول ضبط المعاملات المعاصرة، الطبعة الأولى، بدون دار النشر، 2011
- ولد عالي مُجَّد الأمين، التنظير الفقهي والتنظيم القانون للسلوق المالية الاسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة ، الطبعة الأولى، دار ابن حزم، بيروت 2011
- يسرى مُجَّد أبو العلا، " المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الاسلامي "، دار الفكر الجامعي، مصر 2007
- يعقوب مُجَّد السيد، مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الاوراق المالية في السودان : النشأة و التطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، السودان 2011
- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية و أنواعها: الاستثمار- الصناديق الاستثمارية- الأوراق المالية و التجارية، الطبعة الأولى ، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2014
- أزهرى الطيب الفكي ، الصكوك الاسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان، دراسة تطبيقية على شركة السودان للخدمات المالية المحدودة 1998-2012

سادسا-الرسائل و المذكرات الجامعية

- برودي نعيمة، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية و إتجاهات الأسواق، اطروحة دكتوراه، جامعة ابوبكر بلقايد بتلمسان، 2013/2012
- خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017 ، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة زيان عاشور بالجلفة ، 2020/2019
- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الاسواق المالية-دراسة عينة من الاسواق الناشئة، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، 2016/2015
- سليم جابو، نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية (تجارب بعض الأسواق المالية الاسلامية وإمكانية التطبيق في الجزائر"دراسة استشرافية")، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة- 2018

- عبدلي حنان ، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية-دراسة عينة من الاسواق المالية الناشئة- أطروحة دكتوراه علوم، جامعة الجزائر03، 2018/2017
- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الاوراق المالية الإسلامية،أطروحة دكتوراه، جامعة مُجَّد خيضر، 2015-2016 عينة من الاسواق المالية الناشئة- أطروحة دكتوراه علوم، جامعة الجزائر03، 2018/2017
- كتاف شافية ، دور الاسواق المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الاسواق العربية والإسلامية- أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2014/2013
- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا- رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2007
- نزار سناء، دور آلية التوريد المصرفي و التصكيك في سوق رأس المال- دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي- خلال الفترة 2001-2015، رسالة دكتوراة الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُجَّد خيضر بسكرة 2016/2015
- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، سنة 2014/2015
- زين خلف سالم العطيات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، رسالة دكتوراه فلسفة تخصص المصارف الإسلامية، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2007
- سابعا-المجلات**
- أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق اسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 17 العدد 26، 2021
- أحمد مُجَّد فتحي أحمد الشوي، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها و سماتها، مجلة الدراسات الإسلامية و الحوث الاكاديمية، كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، العدد 101، 2015

- أشرف دوابة، رؤية استراتيجية لمواجهة تحديات التأمين التكافلي الاسلامي، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة اسطنبول صباح الدين زعيم، تركيا 2016
- بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس، العدد 13، المجلد 12، 2016
- جابو سليم ، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية، دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية جامعة حمة لخضر - الوادي - المجلد 10، العدد 01، 2020
- حامد الحربي، طرق زيادة مال شركة المساهمة في نظام الشركات السعودي، مجلة الدراسات القانونية، جامعة المدينة، المجلد 07، العدد 01، 2021
- حسين نعمة، طه احمد عبد السلام، آليات و دور صنّاع السوق في سوق العراق للاوراق المالية ، مجلة دراسات محاسبية و مالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 13، العدد 45، 2018
- حمزة شودار، الصناعة المالية الاسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية و المعوقات القانونية المحلية دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف ، العدد 15، 2015
- حملة عزالدين، زبار مراد، الصيرفة الاسلامية في السودان (2011-2018)، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 18 العدد 01، 2020
- رائد نصري أبو مؤنس، شوشان خديجة، شروط اعتبار السوق المالي سوق اسلاميا، مجلة دراسات، ص 3 على الرابط : www.researchgate.net/publication/329759742
- زرزور براهيم، حفيظ عبد الحميد، تطور نشاط سوق الاوراق المالية الإسلامية، مجلة الاصلاحات الاقتصادية و الاندماج في الاقتصاد الدولي، المدرسة العليا للتجارة-الجزائر- العدد الاول، المجلد 15، 2021
- زعير محمد عبد الحكيم، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي العدد 29، 2005

- سعيدي فاطيمة الزهراء، قويدر الويزة، صناديق الاستثمار الاسلامية-دراسة حالة صناديق الراجحي للأسهم السعودية- المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، المجلد الخامس، العدد 10، سبتمبر 2018
- شافية كتاف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، جامعة الجلفة، العدد 7 مارس 2017
- شحاتة عبد المطلب، مدى مشروعية التعامل بالأسهم و السندات من منظور الفقه الاسلامي، مجلة كلية الدراسات الاسلامية و العربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني ، المجلد الخامس 2018
- شريفى براهيم، بشنودة رفيق، آليات تجسيد السوق المالي الاسلامي لمواجهة تحديات البيئة المالية المعاصرة، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي نور البشير بالبيض، المجلد الخامس، العدد الاول، 2019
- صابر رشيد، نورين بومدين، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال الفترة 2008-2020، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد رقم 18، العدد رقم 28، 2022
- عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الاسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الثاني، ديسمبر 2015
- علي سماي، ليلي أولاد براهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، جامعة مسيلة، العدد الاول، 2018
- مراد محمود المواجدة ، أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الاماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية ، المجلد 17 العدد 01، 2020
- مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية و متطلبات إصلاحها، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، جامعة الشلف، العدد 10، 2013
- مهري عبد المالك، إنشاء السوق المالية الإسلامية كركيزة في تعزيز وتطوير مكانة النظام المصرفي الاسلامي، مجلة ابحاث اقتصادية معاصرة، جامعة المسيلة، العدد الاول 2018

ثامنا-المؤتمرات والملتقيات

- أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية و إدارة المؤسسات المالية الاسلامية في التأكد من الالتزام بأحكام الشريعة"، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين 2003
- سامي حسن حمود، المصارف الاسلامية والتنمية المتكاملة، بحث مقدم ضمن ملتقى الفكر الاسلامي الرابع و العشرون (الاقتصاد الاسلامي وتحقيق التنمية الشاملة)، الجزائر 1990
- سعاد نويري، التوجه نحو المنتجات المالية الاسلامية -الواقع والمعوقات- مجلة المعيار، العدد 4 المجلد 26، جامعة العربي التبسي، 2022
- عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الاسلامية: مفهومها، خصائصها و احكامها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات بكلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة 6- 9 مارس 2007
- عبد العزيز شاکر الكبيسي، المصارف الاسلامية وأهم التحديات المعاصرة، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية (معالم الوقائع و آفاق المستقبل)، غرفة تجارة و صناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، المجلد الخامس 2005
- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية (معالم الواقع و آفاق المستقبل) غرفة تجارة و صناعة دبي، الامارات العربية المتحدة، المجلد الخامس ، 2005
- عجيل جاسم النمشي، الفئاض وتوزيعه في شركات التأمين الاسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010
- كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية اسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، جامعة ام القرى ، السعودية، 2005
- محي الدين القره الداغي، البدائل الشرعية لسندات الخزانة العامة و الخاصة، بحث مقدم ضمن : الندوة الفقهية الثالثة لبيت التمويل الكويتي، الكويت 1993

- مُجَّد أمين علي قطان، " هيئات الرقابة الشرعية : اختيار أعضائها و ضوابطها"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية الاسلامية، البحرين 2008
- مُجَّد زيدان، تفعيل دور الرقابة الشرعية و التدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، الإمارات العربية المتحدة 2009
- مُجَّد صفوت قابل، آثار تحرير الخدمات المالية على البنوك الاسلامية، من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية
- مُجَّد أمين القطان، الرقابة الشرعية الفعّالة في المصارف الإسلامية، أبحاث المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى، 2005
- مُجَّد أمين علي قطان، هيئات الرقابة الشرعية: اختيار اعضائها و ضوابطها، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية المالية، البحرين 2008
- هشام جبر، صناديق الاستثمار الاسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين 2005

تاسعا- التقارير

- سوق الخرطوم للاوراق المالية ،التقرير السنوي لسنة 2019
- تقارير البنك المركزي السوداني لسنوات: 2015-2016-2017-2018-2019-2020-
- 2021
- هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقارير السنوية : 2008-2009-2010-2011-2012-
- 2013-2014-2015-2016-2017-2018-2019-2020
- التقرير السنوي للسوق المالية الاسلامية الدولية، الطبعة التاسعة، 2019

3-المصادر باللغة الاجنبية

أولا- الكتب باللغة الاجنبية

- ALAIN Broderie, les places financiers internatoinales, banque éditeur, paris,2001
- gestion bancaire, Economica, 2000
- AUGROS jean-claude et QUERUEL michel , Risque de taux d'intérêt et
- DAYAN Armand et autres , Manuel de gestion volume 2 ellipses/AUF, 1999
- Jeff Madura ,'' financial institution and markets'', 7th edition,thomson,south-western 20 Securities commission of Malaysia, islamic capital market in Malaysia,2004
- Securities Commissions Malaysia, Islamic Capitatal Market, on line available at: [http://www.sc.com. my/ sub](http://www.sc.com.my/sub).
- XAVIER Burckert et DIDIER Marteau et DAHLIA Tang , le marché des changes et la zone franc, EDICEF 1989

ثانيا- الرسائل والمذكرات

- FAKHRI Korbi , la finance Islamique : une nouvelle éthique ? comparaison avec la finance conventionnelle, thèse doctorat, université PARIS 13, SORBONE
- Aktarzaite Abdul Azziz, Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges "Prospects and Challenges", College of Sharia and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 - 8 March 2007, p5.

3- المواقع الالكترونية

- <https://www.dorar.net/hadith/sharh/117362>

- <https://www.bukhari.lna.io/4647/>
- [https://shamela.ws/book/8356/9706-](https://shamela.ws/book/8356/9706-2022/02/25)
2022/02/25 <https://vb.tafsir.net>
- <https://www.sgbv.dz>