

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسية بن بوعلي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة التخصص: مالية وبنوك

العنوان

دور البنوك الإسلامية في دعم أداء سوق الأوراق المالية
- تجارب دولية -

تحت إشراف:

أ.د عبو عمر

من إعداد الطالبة

بلعزوز مريم

لجنة المناقشة:

اللقب والإسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
زيدان محمد	أستاذ	جامعة حسية بن بوعلي - الشلف	رئيسا
عبو عمر	أستاذ	جامعة حسية بن بوعلي - الشلف	مقررا
نورين يومدين	أستاذ	جامعة حسية بن بوعلي - الشلف	ممتحنا
بن شاعة نادية	أستاذ محاضر - أ	جامعة حسية بن بوعلي - الشلف	ممتحنا
بوكريدي عبد القادر	أستاذ	جامعة أحمد بن يحيى الوشريسي - تيسمسيلت	ممتحنا
جعفر هني محمد	أستاذ محاضر - أ	جامعة أحمد زبانة - غليزان	ممتحنا

السنة الجامعية: 2024/2023

كلمة شكر

بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل الذي أنعم علينا بنعمة العلم والعقل
وأمدنا بالعزيمة والإرادة لإنجاز هذا العمل.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير للأساذي الفاضل الأستاذ
الدكتور: عبوعس على توجيهاته القيمة ولما بذله معي من جهد ووقت
وما تقدم به من إشراف ونصح وإرشاد طيلة فترة البحث.
كما أتقدم بالشكر الجزيل الى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة
هذا العمل وتقديم التوصيات اللازمة.

كما لا يفوتني أن أتوجه بشكري واعتزازي الى أساتذتي في جميع الاطوار
وخاصة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
بجامعة حسبيبة بن بوعلي الشلف وإلى كل من ساهم في إنجاز هذا
العمل.

شكر وتقدير

اهداء

إلى من أمرنا الله ببرّهما، إلى من رعياني بعطفهما وحنانهما... إلى
والدي الكريمين، فقد كننا خير داعم لي طوال مسيرتي الدراسية
حفظهما الله وأمد في عمرهما.

إلى رفيق الدرب زوجي زكرياء الذي وقف إلى جانبي لأحقق طموحي
العلمي، إلى غاليتي وحييتي ابنتي "ميسم"

إلى من تقاسموا معي الأيام وخلوها ورسها، وكانوا لي نعم السند إخوتي
أسماء، وفاء، نفيسة وأمين. وأزواجهم وزوجاتهم وإلى كل براعم العائلة.
إلى عائلة زوجي كبيراً وصغيراً.

إلى صديقتي العزيزة ورفيقتي في هذا العمل مرشيدة
وإلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة
طيبة مشجعة في إنجاز هذا العمل.

بلعزوز من يمر

الملخص

تعمل البنوك الإسلامية على توظيف أموالها في سوق الأوراق المالية وذلك من أجل تحقيق عوائد وارباح مالية عن طريق الولوج الى السوق المباشرة بشراء الادوات المالية او عن طريق تشكيل محافظ استثمارية مما يسمح لها من تنشيط سوق الأوراق المالية، وبالتالي يدخل ضمن مؤشر السوق.

تهدف هذه الدراسة الى تبيان دور البنوك الإسلامية في دعم أداء سوق الأوراق المالية بالتطرق الى ثلاث تجارب دولية خلال الفترة (2013-2022)، باستخدام نماذج تقييم الأداء الاستثماري (شارب وتراينور) من اجل معرفة أداء محافظ البنوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية، سوف نتطرق الى عدة تجارب بينها سوق الاسهم السعودي، البورصة الماليزية وسوق الامارات للأوراق المالية (سوق ابوظبي للأوراق المالية).

وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من نتائج أهمها أن المحافظ الاستثمارية محل الدراسة الخاصة بالمحافظ النشطة في السوق الأسهم السعودي والبورصة الماليزية نجد أن جميعها تشترك في أنها حققت أداء جيدا وكان أداءها أعلى من أداء السوق في الفترة المدروسة (2013-2022) رغم اختلاف سياسات إدارة استثماراتها وطريقة تعاملها مع المخاطر المختلفة المواجهة لكل محفظة على حدا.

الكلمات المفتاحية: البنوك الإسلامية، سوق الأوراق المالية، الأدوات الاستثمارية الإسلامية، المحافظ الاستثمارية، نماذج تقييم الأداء الاستثماري.

تصنيف JEL: G11, G23, G110, G21

Summary

Islamic banks are working to employ their funds in the securities market in order to achieve financial returns and profits by entering the direct market by purchasing financial instruments or by forming investment portfolios allowing them to activate the securities market, thus entering the market index. This study aims to demonstrate the role of Islamic banks in supporting the performance of the stock market by addressing three international experiences during the period (2013-2022), using investment performance assessment models (Sharp and Trainor) so as to know the performance of Islamic bankers traded in the stock market, we will address several experiences including the Saudi stock market, the

Malaysian Exchange and the UAE Stock Market (Abu Dhabi Securities Exchange).

The study reached a set of results, the most important of which is that the investment portfolios under study for active portfolios in the Saudi stock market and the Malaysian stock exchange, we find that they all have in common that they achieved good performance and their performance was higher than the market's performance in the studied period (2013-2022) despite the different policies for managing their investments and the way they deal with the different risks facing each portfolio separately

Keywords: Islamic banks, stock market, Islamic investment instruments, investment portfolios, investment performance assessment models.

Jel Classification Codes : G21, G11, G23, G110.

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	كلمة شكر
	إهداء
	الملخص
I-VII	فهرس المحتويات
VIII	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XIII	قائمة المختصرات
أ-و	مقدمة
67-2	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للبنوك الإسلامية
	تمهيد
25-2	المبحث الأول: أساسيات البنوك الإسلامية
3	المطلب الأول: مفهوم البنوك الإسلامية
3	الفرع الأول: نشأة البنوك الإسلامية
12	الفرع الثاني: تعريف البنوك الإسلامية
13	الفرع الثالث: هيئة الرقابة الشرعية
14	المطلب الثاني: خصائص وأسس البنوك الإسلامية
14	الفرع الأول: خصائص البنوك الإسلامية
17	الفرع الثاني: أسس البنوك الإسلامية
18	المطلب الثالث: أهداف البنوك الإسلامية
18	الفرع الأول: الأهداف المالية
20	الفرع الثاني: الأهداف الاجتماعية
20	الفرع الثالث: أهداف خاصة بالمتعاملين
22	الفرع الرابع: أهداف داخلية
23	الفرع الخامس: أهداف ابتكارية

24	الفرع السادس: أهداف استثمارية
41-26	المبحث الثاني: خدمات البنوك الإسلامية ومصادر الأموال واستخدامات البنوك الإسلامية
26	المطلب الأول: الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية
26	الفرع الأول: الخدمات المصرفية
30	الفرع الثاني: التسهيلات المصرفية
33	الفرع الثالث: الخدمات الإجتماعية
35	المطلب الثاني: مصادر الأموال في البنوك الإسلامية
35	الفرع الأول: المصادر الداخلية
38	الفرع الثاني: المصادر الخارجية
41	المطلب الثالث: استخدامات الأموال في البنوك الإسلامية
67-42	المبحث الثالث: صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة في البنوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية
42	المطلب الأول: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة
42	الفرع الأول: صيغة المشاركة
47	الفرع الثاني: صيغة المضاربة
51	المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المعاوضات
51	الفرع الأول: صيغة المراجعة
56	الفرع الثاني: صيغة التمويل بالسلم والاستصناع
62	الفرع الثالث: صيغة التمويل بالإجارة
66	المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامية القائمة على الاستثمار الزراعي
67	خلاصة
69	الفصل الثاني: أساسيات حول أسواق الأوراق المالية
	تمهيد
86-70	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
70	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
70	الفرع الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية
73	الفرع الثاني: خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية

76	الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية
79	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
82	المطلب الثالث: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية وشروط قيامها
82	الفرع الأول: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية
84	الفرع الثاني: شروط قيام سوق الأوراق المالية
107-87	المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية
87	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية
87	الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وخصائصها
90	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية وشروطها
93	الفرع الثالث: الأنواع والمستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية
97	المطلب الثاني: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
97	الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية
98	الفرع الثاني: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية
99	الفرع الثالث: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها
101	المطلب الثالث: مفهوم السوق المالية الإسلامية
102	الفرع الأول: تعريف السوق المالية الإسلامية وأسباب نشأتها
104	الفرع الثاني: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية
106	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالية الإسلامية
138-108	المبحث الثاني: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية
108	المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
108	الفرع الأول: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية
111	الفرع الثاني: أنواع الصكوك المالية الإسلامية
122	الفرع الثالث: الخصائص الصكوك الإسلامية
123	المطلب الثاني: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها
123	الفرع الأول: آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية
126	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

129	المطلب الثالث: واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية
129	الفرع الأول: إجمالي إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة (جانفي 2001-ديسمبر 2021)
131	الفرع الثاني: حجم التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية بين الفترة (2001-2021)
132	الفرع الثالث: توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب الدول خلال الفترة من (2001-2021)
132	المطلب الرابع: أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية
133	الفرع الأول: مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية
134	الفرع ثاني: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة أسواق الأوراق المالية
135	الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية
138	خلاصة
183-140	الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية
	تمهيد
155-141	المبحث الأول: بناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها
141	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
141	الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة
144	الفرع الثاني: أهداف المحفظة الاستثمارية
146	الفرع الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية
147	المطلب الثاني: المبادئ والسياسات المتبعة في تسيير المحافظ الاستثمارية
147	الفرع الأول: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية
149	الفرع الثاني: السياسات المتبعة في تسيير المحافظ الاستثمارية
151	الفرع الثالث: استخدامات مؤشر السوق في إدارة المحفظة الاستثمارية
152	المطلب الثالث: أساسيات تكوين محافظ الاستثمارية وبناء المحفظة المثلى
152	الفرع الأول: مكونات المحفظة الاستثمارية
153	الفرع الثاني: وظائف المحفظة الاستثمارية
153	الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى
171-155	المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية
156	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية

156	الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية
162	الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
164	الفرع الثالث: أهمية الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية والعوامل المؤثرة على اختيارها
166	المطلب الثاني: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية
167	الفرع الأول: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم
169	الفرع الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية
170	المطلب الثالث: أهم الفروقات بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية
172-	المبحث الثالث: بناء وتقييم المحافظ الاستثمارية وقياس أدائها
172	المطلب الأول: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية
172	الفرع الأول: عائد المحفظة المالية وقياسها
173	الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية وقياسها
174	المطلب الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية الاستثمارية
174	الفرع الأول: الانحراف المعياري
175	الفرع الثاني: معامل الاختلاف
175	الفرع الثالث: التباين المشترك
176	الفرع الرابع: معامل بيتا β
177	المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
177	الفرع الأول: النموذج البسيط لقياس أداء المحفظة الاستثمارية
178	الفرع الثاني: الأسلوب (الكمي) المزدوج لقياس أداء المحفظة الاستثمارية
184	خلاصة
247-186	الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لدور البنوك الإسلامية في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية تجارب دولية (السعودية، ماليزيا والامارات)
	تمهيد
204-187	المبحث الأول: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي
187	المطلب الأول: واقع سوق الأسهم السعودي
187	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية السعودية

189	المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأسهم السعودي
190	الفرع الأول: الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي
191	الفرع الثاني: حجم التداول سوق الأسهم السعودي
192	الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الاسهم للسوق
195	الفرع الرابع: صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2013-2022
196	المطلب الثالث: دراسة تحليلية أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2013-2022
196	الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في سوق الاسهم السعودي
198	الفرع الثاني: أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في سوق الاسهم السعودي
205-225	المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأوراق المالية الماليزية
205	المطلب الأول: واقع سوق الأوراق المالية في ماليزيا
205	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا
206	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
209	المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الأوراق المالية الماليزية
209	الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية وحجم التداول في البورصة الماليزية
214	الفرع الثاني: سوق الصكوك الإسلامية الماليزية
216	الفرع الثالث: تطور أصول الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية
218	المطلب الثالث: دراسة تحليلية لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة 2013-2022
218	الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في البورصة الماليزية.
219	الفرع الثاني: تحليل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في البورصة الماليزية.
226-249	المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الإمارات للأوراق المالية
226	المطلب الأول: واقع سوق ابوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي
226	الفرع الأول: سوق ابوظبي للأوراق المالية (ADX)
228	الفرع الثاني: سوق دبي المالي (DFM)

230	الفرع الثالث: بورصة دبي للذهب والسلع (DGCX)
230	المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الامارات للأوراق المالية
231	الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة وتطور القيمة السوقية لسوق الأوراق المالي الاماراتي (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)
233	الفرع الثاني: حجم التداول لسوق الأوراق المالي الاماراتي (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)
235	الفرع الثالث: تطور المؤشر العام لكل من سوق دبي المالي وسوق ابوظبي للأوراق المالية
237	الفرع الرابع: تطور عدد الصناديق الاستثمارية وإجمالي أصول صناديق الاستثمار المحلية لسوق الأوراق المالي الاماراتي.
239	المطلب الثالث: دراسة تحليلية لأداء عينة من المحافظ الاستثمارية الاسلامية في سوق الامارات للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2022.
239	الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالي الاماراتي.
240	الفرع الثاني: أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في سوق الأوراق المالي الاماراتي.
248	خلاصة
251	خاتمة
285	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم
09	التسلسل التاريخي لنشأة البنوك الإسلامية	01
10	تطور عدد البنوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (1963-2020)	02
66	صيغ التمويل القائمة على الاستثمار الزراعي	03
131	حجم التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية بين الفترة (2001-2021)	04
177	قيم معامل بيتا وتفسيراتها	05
190	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الاسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)	06
191	حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)	07
193	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الاسهم للسوق خلال الفترة (2013-2022)	08
195	عدد صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2013-2022)	09
197	تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الاسهم السعودي خلال فترة (2013-2022)	10
198	نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الاسهم السعودي	11
199	يبين نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار السوق السعودي	12
202	نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من محافظ أصول صناديق استثمار السوق السعودي	13
208	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا	14
210	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	15
211	القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	16
212	تطور حجم التداول للبورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	17
213	تطور مؤشرات أداء البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	18
214	تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	19
216	تطور عدد الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	20
217	تطور أصول صناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	21
218	تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في البورصة الماليزية خلال فترة (2013-2022)	22
220	نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالي الماليزي (البورصة الماليزية KLCI)	23
221	نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار للبورصة الماليزية.	24
223	نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار للبورصة الماليزية	25
231	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الاماراتية خلال الفترة (2013-2022)	26
232	القيمة السوقية لبورصة الامارات (سوق دبي وأبوظبي) خلال الفترة (2013-2022)	27

234	تطور حجم التداول سوق الامارات للأوراق المالية (سوق دبي وأبوظبي) خلال الفترة 2013-2022	28
235	تطور مؤشرات أداء سوق الامارات للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2022)	29
237	تطور عدد الصناديق الاستثمارية وإجمالي أصول صناديق الاستثمار المحلية في بورصة الامارات خلال الفترة (2013-2022)	30
239	تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الامارات للأوراق المالية خلال فترة (2013-2022)	31
240	نتائج تقييم مؤشرات اداء سوق الإمارات للأوراق المالية (دبي و ابوظبي)	32
242	نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق الاماراتي	33
244	يبين نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من المحافظ الاستثمار في السوق الاماراتي	34

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم
10	تطور عدد البنوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (1963-2020)	01
11	توزيع الأصول المصرفية الإسلامية	02
22	الأبعاد الاستثمارية للبنوك الإسلامية	03
32	دورة إجراءات الاعتماد المستندي	04
40	تقسيمات المصادر المالية للبنوك الإسلامية	05
47	مخطط صفقة المشاركة (الشراكة)	06
51	مخطط معاملة المضاربة	07
55	مراحل وخطوات عملية بيع المراجحة للأمر بالشراء	08
59	مخطط عملية بيع السلم	09
65	مخطط معاملة الإجارة (التأجير)	10
96	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.	11
112	أنواع صكوك المالية الإسلامية	12
125	الأطراف الفاعلة في عملية إصدار الصكوك	13
130	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001-ديسمبر 2021) جميع العملات بملايين الدولارات	14
132	توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب الدول خلال الفترة من (2001-2021)	15
142	نموذج المحفظة الاستثمارية	16
144	رسم بياني يمثل تفضيل المستثمر للمخاطرة والعائد في إطار نظرية المحفظة	17
155	رسم بياني يمثل تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى	18
167	نمو الأصول الخاضعة للإدارة وعدد الصناديق الاستثمارية الإسلامية	19
168	توزيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب البلدان في العالم	20
179	الرسم البياني للأداء حسب نموذج "شارب"	21
181	الرسم البياني للأداء حسب نموذج "ترينور"	22
190	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)	23
192	تطور حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)	24
194	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الأسهم للسوق السعودي خلال الفترة (2013-2022)	25

196	عدد صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2013-2022)	26
197	تطور معدل أداء عينة من محافظ مدرجة في سوق الاسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)	27
210	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	28
216	عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	29
219	تطور معدل أداء عينة من محافظ مدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)	30
231	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الاماراتي خلال الفترة (2013-2022)	31
233	تطور القيمة السوقية لسوق الإمارات للأوراق المالية سنويا بالدرهم خلال الفترة (2013-2022)	32
238	عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في البورصة الامارات خلال الفترة (2013-2022)	33
240	تطور معدل أداء عينة من محافظ سوق ابوظبي للأوراق المالية (2013-2022)	34

قائمة المختصرات

قائمة المختصرات

الاختصار	المعنى باللغة الإنجليزية	المعنى باللغة العربية
SEC	Securities and Exchange Commission	الهيئة التنظيمية الأساسية للأسواق المالية الأمريكية
SPV	Special Purpose Vehicle	الشركة ذات الأغراض الخاصة
AuM	Assets Under Management	الأصول الخاضعة للإدارة
DFM	Dubai Financial Market	سوق دبي المالي
ADX	Abu Dhabi Securities Exchange	سوق ابوظبي للأوراق المالية
DGCX	Dubai Gold and Commodities Exchange	بورصة دبي للذهب والسلع
MSCI	Morgan Stanley Capital International	مؤشر راس المال الدولي لستانلي مرغان
P&S	Standard & Poor's	مؤشر ستاندرد آند بورز
FTSE	Financial Times Stock Exchange	مؤشر فوتسي
CCP12	Clearing Center Company.	مؤشر شركة المقاصة
ESIS	Electronic share Information system.	نظام آلي للتداول
TASI	Tadawel All Share Index	المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية
KLCI	Kuala Lumpur Composite Index	مؤشر البورصة الماليزية
ICMU	Capital Market Islamic Unit	سوق رأس المال الإسلامي
BIMB	Bank Islam Malaysia Berhad.	بنك إسلامي ماليزيا برهارد

مقدمة عامة

تمهيد

تعود جذور التمويل الإسلامي للعهد الأول من الإسلام، حيث قام المسلمون بوضع أسس المعاملات المالية استناداً إلى القرآن الكريم والسنة النبوية، ويرجع ظهور التمويل الإسلامي بشكله الحديث إلى عقد الستينيات من القرن العشرين، أي أن ملامح الصناعة المالية الإسلامية لم تتشكل إلا حديثاً، بمعناها الذي يشمل الأنظمة والقوانين واللوائح والمؤسسات، ومنه يمكن القول أن الصيرفة الإسلامية استطاعت تقديم بدائل لمعظم المؤسسات والأدوات المالية، وهي بدائل لا تقل كفاءة عن نظيرتها التقليدية، إلا أن التمويل الإسلامي استهوى أيضاً العديد من غير المسلمين، حيث جذبتهم القيمة التي يضعها التمويل الإسلامي وفق معايير أخلاقية بجانب المرونة والاستقرار اللذان تمتع بهما في خضم الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

لقد تنوعت مؤسسات التمويل الإسلامي المتوافقة مع الشريعة بقدر تنوع مؤسسات التمويل التقليدي، إلا أن أول ما يتبادر إلى ذهن من يسمع مصطلح مؤسسات التمويل الإسلامي هو البنوك الإسلامية لأنها أكثر انتشاراً وأوضحها للعيان، علماً أنها برزت كظاهرة جديدة خلال الربع الأخير من القرن العشرين، وقد استطاعت خلال فترة قصيرة أن تخطو خطوات متسارعة في شغل حيز مهم حيث باتت طرفاً فاعلاً في الاقتصاد العالمي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية التي كان من أهم نتائجها هو بروز البنوك الإسلامية كمؤسسات مالية داعمة للاستقرار المالي، ذلك بسبب طبيعة عمل هذه المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الأساليب والأدوات التي تعتمد عليها في عملها، وعلى العكس من ذلك تماماً بالنسبة للبنوك التقليدية التي كانت سبباً في حدوث هذه الأزمة والتي أدت إلى إفلاس الكثير من هذه البنوك، الأمر الذي أحدث طلباً متزايداً على البنوك الإسلامية كبديل ناجح عن النموذج التقليدي الربوي في العمل المصرفي.

الأمر الذي سلط الضوء على جانب هام من جوانب العمل المصرفي والمالي، ودفع بالقائمين إلى البحث عن أساليب مبتكرة والاستراتيجيات الجديدة من أجل التسيير الأمثل للاستثمارات عن طريق آلية تنوع الأدوات المالية، ومن ثم تكوين محفظة الأوراق المالية التي تعتبر توليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية، أين يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى تنوع الأوراق المالية بما يضمن له تجنب الفشل في مختلف جوانب أنشطته وأعماله من جهة وتحقيق عوائد مرضية من جهة أخرى.

وبرغم من كون البنوك التقليدية سبابة ورائدة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار، إلا أن البنوك الإسلامية ساهمت في هذا التطور في المجال المالي وقامت بإنشاء محافظ الأوراق المالية التي تعد إحدى أهم الآليات الاستثمارية الراضجة في الأسواق المالية الدولية لتلبية حاجة ورغبة شريحة كبيرة من الجمهور لتطوير وتشجيع استثماراتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وطورت شيئاً فشيئاً من أساليبها في إدارة المحافظ الاستثمارية لهذه الصناديق مما زاد قدراتها التنافسية وفتح لها مجالات واسعة في الأسواق الدولية والعالمية.

إن تدخل المؤسسات المالية كالبنوك الإسلامية في الأسواق المالية يتخذ دور الوساطة في المقام الأول، هنا يبرز دور الأسواق المالية في تجميع مدخرات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج والدخل واستخدام القوى العاملة، حيث تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار وتكوين رأس المال لما يؤدي الى تحقيق النمو الاقتصادي.

ومن هنا جاءت الضرورة إلى إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه البنوك الإسلامية في دعم وتطوير أسواق الأوراق المالية باعتبارها أحد أهم المنافذ الاستثمارية التي تستوعب سيولتها الفائضة، وتمدها بالسيولة اللازمة عند الحاجة، وتمول مشروعاتها وأفكارها ولكن هل ستساهم البنوك الإسلامية بشكل فعال في دعم أداء أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية. هذا ما سوف نعرفه بالتفصيل عند عرض محتوى عناصر البحث.

إشكالية البحث:

من خلال هذا الطرح وفي إطار الهدف العام للدراسة ارتأينا صياغة الإشكالية الرئيسية على الشكل

التالي:

ما مدى دور البنوك الإسلامية في دعم أداء سوق الأوراق المالية من خلال أدوات التمويل الإسلامي بالإشارة الى تجارب دول اسلامية؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي السمات الأساسية للبنوك الإسلامية وماهي صيغ التمويل المستخدمة فيها؟
- ماذا نعني بسوق الأوراق المالية وما هي الأدوات المتوفرة فيه؟
- ماهي مختلف الأدوات المالية المتاحة في سوق الأوراق المالية والتي يمكن أن تدخل في تشكيل المحافظ الاستثمارية؟

- ما المقصود بمحافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية وماهي طرق قياس أدائها ومخاطرها؟

- واقع اسواق الأوراق المالية محل الدراسة؟

فرضيات البحث

- تلعب البنوك الإسلامية دورا فعال في نمو وتطوير أسواق رأس المال.
- إدارة المحافظ الاستثمارية في البنك الإسلامي تعتمد تشكيلة متنوعة للأوراق المالية من أجل تخفيض التأثير بظروف السوق والأزمات الاقتصادية وتعزيز العائد.
- تتميز محافظ البنوك الإسلامية بأكبر عائد واقل درجة مخاطرة عن محافظ البنوك التقليدية.
- هناك علاقة تكاملية بين البنوك الإسلامية والأسواق الأوراق المالية.

أهمية البحث

تكمن أهمية هذا البحث فيما يلي:

- دراسة تجربة البنوك الإسلامية وإبراز الدور الذي تلعبه في دعم أداء أسواق رأس المال، ومدى مساهمتها في دعم الاقتصاد الإسلامي عموماً ورفع التحديات والرهانات العمل المصرفي الإسلامي خصوصاً.
- معالجة موضوع مهم يتعلق بتحليل وجود علاقة تكاملية بين أهمية دور البنوك الإسلامية في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية الذي يعتبر مكان ترويج لمنتجات التمويل الأمر الذي بدوره يحفز البنوك الإسلامية في السعي دائماً لابتكار أدوات جديدة مميزة ومتطورة يزداد الطلب والعرض عليها وبالتالي تبقي عجلة النشاط والفعالية تتحرك دون عراقيل لكلا الطرفين.
- يؤكد هذا البحث على أن الأدوات المالية التي تنسجم وضوابط الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً يمكنها أن تكون بديلاً عن أدوات التمويل التقليدية وتحل محلها وتصبح منافساً قوياً لها، ويضمن ذلك استقرارية الأسواق المالية ويزيد من كفاءتها ونشاطها.

اهداف البحث

- يهدف هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن بلوغها من خلال محاولة معالجة الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المصاغة، ومن هذه الأهداف نذكر:
- التطرق الى اساسيات البنوك الاسلامية وسوق الأوراق المالية، بالإضافة الى كفاءتها ومؤشراتها؛
 - إبراز دور البنوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية؛
 - مدى أهمية محافظ صناديق الإستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية؛
 - التعرف على نماذج المختلفة لتقييم أداء صناديق الاستثمار.

منهجية البحث

بهدف الإحاطة بجوانب الموضوع والإجابة على إشكالية البحث، سيتم الإعتماد على المنهج الإستنباطي من خلال ادائه الوصف والخاص بالجزء النظري المتعلق بالبنوك الإسلامية واهم صيغها التمويلية والأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية من صكوك، محافظ استثمارية وصناديق الاستثمار الإسلامية، ثم الاعتماد على أداة التحليل في الجانب التطبيقي من الدراسة عن طريق تحليل أداء المحافظ الاستثمارية الناشطة في سوق الأوراق المالية محل الدراسة.

تحديد إطار الدراسة:

- الحدود الموضوعية: رغم النجاحات التي حققتها محافظ أصول الصناديق الإسلامية على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى البنوك الإسلامية أو على مستوى سوق الأوراق المالية وخاصة المحافظ الناشطة في

أسواق محل الدراسة (السعودية، ماليزيا، الامارات)، الا ان الجزائر لم تستطيع بعد مواكبة التجربة باعتماد وإنشاء محافظ وصناديق الاستثمار الإسلامية نظرا لمحدودية المؤسسات المصرفية الإسلامية والادوات المالية الإسلامية -عدم اصدار الصكوك الإسلامية لحد الان- اضعف الى ذلك ان بورصة الجزائر من أضعف البورصات على المستوى الإقليمي والعالمي وهي تعيش حالة ركود وجمود منذ إنشائها، مقارنة مع البورصات محل الدراسة.

-**الحدود المكانية:** تهدف الدراسة إلى إبراز مساهمة البنوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية عن طريق محافظ صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال التركيز على سوق الأسهم السعودي، وسوق الأوراق المالية الماليزي وسوق الامارات للأوراق المالية باستخدام مؤشر شارب وترينور.

-**الحدود الزمانية:** قد تم اختيار الفترة من سنة 2013 إلى غاية نهاية سنة 2022 كبعد زمني.

أسباب اختيار الموضوع:

- تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كما يلي:
- التعرف أكثر على الموضوع لأهميته البالغة وإظهار العلاقة بين البنوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية.
- محاولة المساهمة في النهوض بالاقتصاد الإسلامي من خلال التعرف أكثر على ادوات التمويل الإسلامي ومحاولة الترويج له وإظهار ما يتمتع به من مزايا وإيجابيات.
- إبراز تميز وكفاءة صيغ وأدوات التمويل الإسلامي، ومساهماتها في تطوير السوق الأوراق المالية، و تحيورها من دائرة التخلف والتبعية للمناهج الرأسمالية.
- التعرف أكثر على الموضوع، باعتباره من المواضيع الحديثة في عالم أسواق رأس المال ومن أكثرها إثارة للجدل، ومن اجل توفير مرجع نظري وتطبيقي للباحثين يساعدهم على فهم الموضوع محل الدراسة.

الدراسات السابقة

- بعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل جزئي، فهناك من تناول موضوع البنوك الإسلامية، والآخر سوق الأوراق المالية والأدوات المالية الإسلامية من صناديق الاستثمارية ومحافظ الأوراق المالية، والبعض الآخر قام بالدمج بينهما معا لكن بصيغ مختلفة، وان من اهم الدراسات التي تناولت موضوع البحث ولو جزئيا ما يلي:

- دراسة سمية كرم (2024/2023)، ادارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، علوم التسيير، تخصص إدارة بنكية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعرييج، حاولت الباحثة من خلال هذه الاطروحة ان تبين أن البنوك الإسلامية مؤسسات مالية تتجمع لديها مبالغ مالية كبيرة لابد من تسييرها بأفضل شكل، وتتحكم في

تكاليفها بما يخدم مصالحها؛ وبما أن إدارة المحافظ الاستثمارية هي شكل من أشكال إدارة هذه الموجودات فقد وجب تسليط الضوء عليها وتطويرها للوصول بها إلى الكفاءة المطلوبة وتحقيقاً لهدفها الأساسي، والتعرف على طرق تسيير وإدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية خصوصاً فيما يتعلق ببناء المحفظة بطريقة تحقق أقصى أداء ممكن.

- دراسة عبو عمر وعبو ربيعة وبوفليح نبيل (2017) بعنوان: مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية دراسة إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-، هدفت الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية عن طريق دراسة عينة مختارة من المحافظ الاستثمارية النشطة على مستوى السوق المالي السعودي وذلك خلال الفترة (2007-2015) ممثلة في أربعة محافظ هي: محفظة المقدم، محفظة الهادي، محفظة الشامخ ومحفظة الرياض الخليجي وذلك باستخدام الأسلوب الأبسيط أولاً ثم باستخدام الأسلوب المزدوج بالنسبة لمختلف المؤشرات (Sharp, Treynor, Jensen) بالنسبة لمؤشر المعدل بالخطر. وقد انتهت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أداء المحافظ قيد الدراسة جميعاً كان أفضل من أداء محفظة السوق.

- دراسة شافية كتاف(2013/2014)، بعنوان دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف، وحاولت الباحثة في هذه الأطروحة التعرف أولاً على الأدوات المالية الإسلامية التي هي حديثة المنشأ مقارنة بالأدوات التي تتداول في السوق المالي العادي، و تبيين الدور الفعال التي تلعبه الأسهم، الصكوك وصناديق الاستثمار في تنشيط عمليات السوق الإسلامية، والدور الكلي للهندسة الإسلامية في كيفية دمج سير عمل هذه المكونات المالية في صالح السوق المالي الإسلامي، وذلك بأخذ مجموعة من الأسواق الإسلامية عربية كانت مثل سوق الكويت، وغير عربية مثل سوق ماليزيا.

- دراسة حيدر يونس الموسوي (2011)، بعنوان المصارف الإسلامية اداءها المالي واثارها في سوق الأوراق المالية، لقد بين الباحث في كتابه أهمية المصارف الإسلامية وآليات عملها، فضلاً عن بيان صيغ التمويل الاستثماري فيها، كما أوضح العلاقة بين المصارف الإسلامية وسوق الأوراق المالية، والتعرف على واقع المصارف الإسلامية في بعض البلدان العربية ومنها الأردن والسعودية من خلال مؤشرات أدائها المالي.

- دراسة عماد غزالي (2010)، بعنوان دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي بين الباحث في كتابه الدور الذي يمكن أن تلعبه المصارف الإسلامية في تدعيم وتنشيط سوق الأوراق المالية، وبين أهمية

والدور الفعال لمحافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في المصارف الإسلامية في تنشيط أسواق المال، كما حاول تسليط الضوء على واقع المصارف الإسلامية في الجزائر وآفاق تفعيلها لسوق المال.

- دراسة شافية كتاف (2006-2007)، بعنوان دور المصارف الإسلامية في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، تتمثل الدراسة في مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية وقد حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على العلاقة الوطيدة بين المصارف الإسلامية وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي.

وسوف يكون مدخل موضوعنا متمما للدراسات السابقة المتمثل في " دور البنوك الإسلامية في دعة أداء سوق الأوراق المالية " مع الإشارة الى تجارب دولية وهي سوق المالي السعودي وسوق الأوراق المالي الماليزي وسوق الامارات للأوراق المالية (سوق ابوظبي للأوراق المالية).

تقسيمات البحث

من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات المعروضة، قمنا بتقسيم البحث إلى أربع فصول، ثلاث فصول للجانب النظري، وفصل للجانب التطبيقي، ويمكن استعراض هذا التقسيم كما يلي:

الفصل الأول: خصص هذا الفصل لدراسة البنوك الإسلامية من حيث المفهوم، الخصائص والاهداف، كما تم التعرف الى الخدمات المصرفية ومختلف مصادر واستخدامات البنوك الإسلامية بالإضافة الى الخدمات التي تتميز بها البنوك الإسلامية عن غيرها من البنوك التقليدية.

الفصل الثاني: سيتضمن دراسة شاملة لسوق الأوراق المالية حيث تطرقنا الى ماهية سوق الأوراق المالية واهم تقسيماتها، كما تم التطرق إلى مؤشرات وكفاءة هذه السوق ثم الى سوق الأوراق المالي الإسلامي، وأهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية على اعتبار أن اهم الأدوات المالية الإسلامية الأساسية التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية الصكوك الإسلامية.

الفصل الثالث: كما تضمن الفصل أداة مهمة وهي المحافظ الاستثمارية وصناديق الإستثمار الإسلامية حيث تم عرض ماهيتها، المزايا التي تمنحها للمستثمر، المخاطر التي يمكن أن تنطوي عليها، كيفية تأسيسها وإدارتها، كما تمت الإشارة إلى المحفظة المالية على اعتبار أن صناديق الإستثمار عبارة عن محافظ استثمارية، كما تم التطرق إلى تقييم أداء صناديق الإستثمار؛ إذ أن عملية تقييمها تعد أمراً ضروريا لتمكينا من المقاضلة بين مختلف الصناديق المتاحة والمتداولة في السوق وتسمح بالمنافسة الإيجابية بينها الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أدائها وزيادة إقبال المستثمرين عليها

الفصل الرابع: سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة تجربة عينة من المحافظ الإستثمارية في كل من سوق الأوراق المالي السعودي (سوق الأسهم السعودي)، البورصة الماليزية وسوق الامارات للأوراق المالية (سوق

دبي وسوق ابوظبي للأوراق المالية) بدءاً من نشأتها، تطورها وواقعها، وقياس عوائد ومخاطر السوق والمحافظة إلى غاية تقييم أداء المحافظ في السوق باستخدام مؤشر شارب وترينور.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي للبنوك الإسلامية

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للبنوك الإسلامية

تمهيد

جاءت فكرة البنوك الإسلامية كبديل شرعي للبنوك التقليدية الربوية القائمة وجسدت بذلك نموذجاً يقتدى به لفائدة المجتمعات الإسلامية والعالم أجمع، وإن أول ما قامت عليه البنوك الإسلامية هو استبعاد التعامل على أساس الفائدة أخذاً وإعطاءً سواء في الأعمال الخدمية أو الاستثمارية، كما عملت على استحداث أساليب تمويلية واستثمارية تراعي ضوابط وقواعد المعاملات المالية، وتمكنها من المضي قدماً في المجال المصرفي وبما يضمن لها البقاء والاستمرار في بيئة تشتد فيها التنافسية بوجود البنوك التقليدية التي تعتبر رائدة في هذا المجال بسبب خبرتها و تجربتها الطويلة.

وحتى تتمكن البنوك الإسلامية من أداء مهامها بكفاءة عالية، يجب توفر لديها الموارد المالية التي تساعد على ذلك، كما تحتاج إلى استخدامات والتي تتمثل في صيغ التمويل الإسلامي والتي تعد العنصر الجوهري الذي يعكس فلسفة البنوك الإسلامية ورسالتها، فمن خلال أبعادها تبدو نقاط التميز فيها.

ولكي نتعرف على البنوك الإسلامية وخدمات المصرفية التي تقدمها ومختلف مصادر واستخدامات أموالها وصيغ التمويل الإسلامي ارتأينا أن نتطرق في هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: أساسيات البنوك الإسلامية.

المبحث الثاني: خدمات البنوك الإسلامية ومصادر الأموال واستخداماتها.

المبحث الثالث: صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة في البنوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية.

المبحث الأول: أساسيات البنوك الإسلامية

تمهيد

يعتبر ظهور البنوك الإسلامية وانتشارها بشكل ملحوظ في مختلف الدول الإسلامية، برغم طبيعة عملها، ومنافسة البنوك التقليدية لها، دلالة على أنها عنصر مهم في مجال الصناعة المالية الإسلامية، هذا ما دفعنا للتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم البنوك الإسلامية واهدافها وخصائصها التي تميزها عن البنوك الأخرى.

المطلب الأول: مفهوم البنوك الإسلامية

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى الجانب التاريخي لنشأة البنوك الإسلامية، كما سوف نعرض مختلف التعاريف التي تناولت مصطلح البنوك الإسلامية.

الفرع الأول: نشأة البنوك الإسلامية

بعد أن مرت البلاد الإسلامية بفترة عصيبة تحت وطأة الاستعمار الغربي، وبسبب تأخر تلك البلاد في جميع المجالات، تبنت النظام المصرفي التقليدي الذي يقوم على مبدأ التعامل بالربا في المعاملات المالية، فكان لزاما عليها أن تضع نظامها اعتمادا على الأنظمة السائدة في الغرب خاصة في المجال الاقتصادي.

الانطلاقة الأولى للبنوك الإسلامية لم تكن بنفس الصورة المعروفة عنها اليوم، إلا أنه يمكننا أن نميز بين ثلاث مراحل هامة في مسيرة نشأتها وتطورها كما يلي:

أولا: مرحلة النشأة وإعادة الأحياء: ان بث الفكر الإسلامي في المعاملات الاقتصادية والتفكير في إنشاء المصارف الإسلامية لم تكن محضاً من الصدفة، بل جاءت تكملة للعمل الذي دام عدّة سنوات، حيث يعود تاريخ العمل المصرفي الإسلامي الحديث للفكر الذي جاء به العلامة الجزائري الشيخ ابراهيم ابو اليقظان الذي كان يلمح لإنشاء بنوك تتعامل وفق الشريعة الإسلامية من خلال مقالاته حيث كتب مقالة متخصصة في جريدة وادي ميزاب 29 جوان 1928م، بعنوان " حاجة الجزائر إلى مصرف أهلي"، تدعو إلى تأسيس مصرف يقوم على مبادئ التمويل الإسلامي. لكن سلطات الاحتلال الفرنسي الغت المشروع دفاعا عن النظام السائد الذي كانت تتبعه وهو النظام الربوي¹. ولكن في الكثير من الكتابات والبحوث عن تاريخ المصرفية الإسلامية تستقر على ان فكرة المصرفية الإسلامية قد تبلورت وبرزت الى حيز الوجود في ماليزيا سنة 1940 وكانت أول محاولة رائدة بنشأت صناديق الادخار تعمل بدون فائدة.

¹ فؤاد بن حدو، دور الشيخ ابراهيم ابو يقظان الجزائري رحمه الله في نشأة البنوك الإسلامية وتطورها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية العدد 91، مركز البحوث فقه المعاملات الإسلامية، 31 ديسمبر 2019، ص 88.

وفي سنة 1950 بدأ التفكير المنهجي المنظم يظهر في باكستان بوضع أساليب وتقنيات تمويلية تراعي التعاليم الإسلامية¹، وكان ذلك عبارة عن مؤسسة تستقبل الودائع من ذوي اليسار من مالكي الأراضي، لتقدمها الى الفقراء من المزارعين، لتحسين نشاطهم الزراعي والنهوض بمستواهم المعيشي، دون ان يتقاضى اصحاب الودائع أي عائد من تلك الودائع، كما ان القروض المقدمة الى هؤلاء المزارعين كانت دون عائد ايضا، وانما كانت تلك المؤسسة تتقاضى اجورا رمزية تغطي تكاليفها الادارية فقط. لكن نتيجة لعدم وجود كادر مؤهل من العاملين وعدم تجدد الإقبال على الإيداع لدى المؤسسة، اغلقت المؤسسة ابوابها، وعلى الصعيد التطبيقي²، طرحت هذه التجربة من قبل عدد من الباحثين الاسلاميين من أهمهم الدكتور* أحمد عبد العزيز النجار وكان ذلك أول محاولة لتنفيذ فكرة البنوك الإسلامية، وتحويلها إلى واقع عملي مع بداية الستينيات من القرن العشرين.³

ثانيا- مرحلة التطبيق والانتشار: حيث تقدم في سنة 1960 بتقريرين إلى وزارة الإقتصاد المصرية، أظهر فيهما أهمية بنوك الإدخار والآثار الملموسة لها في دعم الإقتصاد الألماني، وبين أيضا الفوائد التي ستجنيها مصر من تطبيق هذا النوع من المؤسسات، وقد تم على إثر ذلك توقيع إتفاقية بين مصر وألمانيا الإتحادية أجل تطبيق الفكرة في مصر. وكان ظهور أول فرع لبنوك الإدخار في مدينة "ميت غمر" التي تقع في محافظة الدقهلية في مصر سنة 1963 بهدف جمع المدخرات الصغيرة للفلاحين، ولم يطلق عليه تسمية إسلامي لأن الوضع في مصر حينذاك كان يشهد عملية التحول الإشتراكي ولم يكن هنالك مجال لاستعمال كلمة إسلامي، ففي سنة 1965 ومع توفر بعض الإمكانيات المادية، تم افتتاح 5 فروع هامة وتحت نفس التسمية، وفي سنة 1966 افتتحت 3 فروع جديدة، وقد عرفت هذه التجربة التي استمرت 4 سنوات فقط افتتاح 9 فروع وما يقارب

¹ انظر الى:

- عائشة الشراوي المالقي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، ط 1، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2000، ص ص 22-23.

- حكيم حمود فليح الساعدي، ثورة صادق حمادي المرفجي ومحمد حسن عبد الكريم الحلبي، المصارف الاسلامية مفاهيم اساسية وحالات تطبيقية، دار بغدادي للكتب للطباعة والنشر والتوزيع، بغداد، 2019، ص ص 22-23.

² عبد الرزاق رحيم جدي الهيتي، المصارف الاسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار اسامة للنشر، الاردن، 1998، ص 176.

* الدكتور أحمد عبد العزيز النجار (1932-1996)، مصري الجنسية عمل في المانيا خبيرا لبنوك الادخار المحلية الالمانية، يلقب بـ" أبو البنوك الإسلامية" لدوره الكبير في تأسيس المصارف الإسلامية حتى منتصف الثمانينات من القرن الماضي؛ إضافة إلى الكتابة المبكرة عن الاقتصاد الإسلامي وفكرة البنوك الإسلامية.

³ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004، ص 83

المليون متعامل¹، موزعين بين مختلف الدوائر، ولقد قدمت بنوك الادخار خدمات استثمارية، اجتماعية وتعليمية، ولكن الحكومة تنبعت إلى هذه التجربة وأدركت أبعادها الإسلامية وخطرها على النهج الاشتراكي المتبع في مصر في تلك الفترة، فقامت بإنهاء هذه التجربة عن طريق دمج هذه البنوك مع بنوك الدولة الربوية². ومع ذلك أجهضت الفكرة بعد أن أظهرت نجاحا دام أربع سنوات، وقد بدأ تدريس الاقتصاد الإسلامي كمادة في جامعة أم درمان عام 1963، وفي عام 1969 انشأت منظمة التعاون الإسلامي* والتي قامت بدراسة إنشاء بنوك متوافقة مع الشريعة وقد تم تشكيل لجنيتين إحداهما باكستانية والثانية مصرية وعلى أثرها تم اعتماد إنشاء بنوك إسلامية في الجلسات التالية³. وفي عام 1971 تم تأسيس بنك ناصر الاجتماعي وهو بنك لا يتعامل بالفوائد المصرفية ولا يخضع للقوانين التي تطبق على المصارف التقليدية، والغرض من إنشائها هو توسيع التضامن الاجتماعي بين المواطنين وخلق مجتمع كفاء وعادل⁴.

ورغم ضيق التجربة إلا أنها جذبت قدرا لا بأس به من الاهتمام إلى حد إدراجها على جدول أعمال اجتماع وزراء الدول الإسلامية في عام 1972⁵. ولقد ساهم بنك ناصر الاجتماعي بدور هام في مجال التنمية، ولكن مما يؤخذ عليه اليوم أنه أصبح يغالي في مصاريف القروض الحسنة حتى كادت تقارب سعر الفائدة، إضافة إلى أنه أصبح يطبق في بعض أنشطته المنهج التجاري الذي تنتهجه البنوك التقليدية*، حتى أصبح يكيف في نظر البعض على أنه بنك تقليدي يمارس بعض الأنشطة الإسلامية⁶.

¹ عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 65

² عايد فضل الشعراوي المصارف الإسلامية دراسة علمية فقهية للممارسات العملية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، ط2، 2007، ص75.

* تعد منظمة التعاون الإسلامي ثاني أكبر منظمة دولية بعد الأمم المتحدة، حيث تضم في عضويتها سبعا وخمسين دولة موزعة على أربع قارات. وتمثل المنظمة الصوت الجماعي للعالم الإسلامي وتسعى لحماية مصالحه والتعبير عنها دعماً للسلام والانسجام الدوليين وتعزيزاً للعلاقات بين مختلف شعوب العالم، وقد أنشئت المنظمة بقرار صادر عن القمة التاريخية التي عُقدت في الرباط بالمملكة المغربية في 12 من رجب 1389 هجرية (الموافق 25 من سبتمبر 1969 ميلادية) ردًا على جريمة إحراق المسجد الأقصى في القدس المحتلة.

³ سمي رمضان الشيخ. المصرفية الإسلامية الميلاد والنشأة والتطور. ورقة تشغيلية. 2011. ص6

⁴ Ahmed Alharbi, Development of The Islamic Banking System, Journal of Islamic Banking and Finance, Vol 3, No 01, American Research Institute for Policy Development, June 2015, p 14.

⁵ فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، ص20

⁶ حسين حسين شحاته، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، ط1، مكتبة التقوى بمدينة نصر، القاهرة، 2006، ص17

وفي سنة 1975 تجسدت فكرة المصارف الإسلامية بتأسيس بنك دولي وهو "البنك الإسلامي للتنمية"^{*} بجدة، ويعتبر بمثابة الانطلاقة الحقيقية لعمل المصارف الإسلامية، حيث يوفر الأموال اللازمة لإقامة مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان الأعضاء على أساس تقاسم الأرباح.

يضم البنك الإسلامي للتنمية 56 دولة، لها العضوية في منظمة المؤتمر الإسلامي ومكتتبه في رأسمال البنك¹. وفي نفس السنة تم تأسيس "بنك دبي الإسلامي" بدولة الإمارات العربية المتحدة، وهو بنك خاص يتعامل مع الأفراد. ويفضل الكثير من الباحثين أن يؤرّخوا لبدء العمل المصرفي الإسلامي بتاريخ إنشاء بنك دبي الإسلامي، كونه تميز بكامل الخدمات المصرفية التي يقدمها، كما أن نظامه التأسيسي كان مصدراً فكرياً لعدد كبير من البنوك الإسلامية التي تأسست بعده خاصة في منطقة الخليج العربي.

بعد ذلك استمرت عملية إنشاء وتأسيس البنوك الإسلامية حيث أسس عام 1977 ثلاث بنوك إسلامية وهي "بنك فيصل الإسلامي المصري"، و"بنك فيصل الإسلامي السوداني"، و"بيت الكويتي"، أعقبها تأسيس "البنك الأردني للتمويل والاستثمار"².

وفي الجزائر كانت الصيرفة الإسلامية مقتصرة على خدمات "بنك البركة الجزائري" التابع لمجموعة البركة^{**} الذي تأسس في 06-12-1990 أي بعد صدور قانون النقد والقرض بأشهر قليلة، كما يعتبر "بنك البركة" أول مؤسسة مصرفية تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية في الجزائر، ليتم بعدها انشاء مصرف جديد يعد ثاني مصرف إسلامي يدخل السوق المصرفية الجزائرية "مصرف السلام-الجزائر" في 20-10-2008 والذي يقدم مجموعة من الخدمات المالية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.³ كما سجلت الساحة المصرفية الجزائرية سنة 2009 تقديم بنك تقليدي لتمويلات إسلامية، وهو بنك الخليج الجزائر، والذي يُقدم تمويلات بصيغة المرابحة والسلم.

* البنك الإسلامي للتنمية: مؤسسة مالية تعمل على تعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية للناس في 57 بلد عضو والمجتمعات المسلمة في البلدان الأعضاء.

¹ Imane Karich, Le système financier islamique : de la religion à la banque, Larcier, Bruxelles, 2002, p:80.

² جمال العسالي، سويسي طه عبد الرحمن، البنوك الإسلامية: قراءة في المبادئ والأسس وأساليب التمويل، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 1، المجلد 4، الجزائر، 2013، ص 254.

^{**} مجموعة البركة هي مجموعة مصرفية مرخصة كمصرف جملة إسلامي من مصرف البحرين المركزي، تُعد من رواد العمل المصرفي الإسلامي على مستوى العالم، يبلغ رأس المال المصرح به للمجموعة 2.5 مليار دولار أمريكي، وتملك المجموعة وحدات مصرفية تابعة ومكاتب تمثيل في 16 دولة.

³ نجيت حسان، لخديمي عبد الحميد، قراءة تاريخية في تطور العمل المصرفي بالصيرفة الإسلامية في دول المغرب العربي، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جانفي 2014، ص 47.

اشتهرت الصيرفة الإسلامية في الجزائر من خلال بعض البنوك الخاصة والعاملة فيها (بنك البركة وبنك السلام) ولكن من دون أن تكون للصيرفة الإسلامية أي نصوص تشريعية قائمة خاصة بها، بل كانت محكومة بالنصوص المنظمة للقطاع المصرفي التقليدي بوجه عام، وبطبيعة الحال لم تكن ملائمة لعمل البنوك الإسلامية، باعتبار المنظومة القانونية المتبعة في الجزائر لا تتلاءم وبطبيعة البنوك الإسلامية، ولكن بعد ازمة أسعار النفط لسنة 2014 ساهمت في توجه الجزائر نحو الاهتمام بالصيرفة الإسلامية والعمل على توفير وتهيئة البيئة المناسبة لها، وفي سنة 2018 كانت اول خطوة في سبيل تحسين وتطوير المنظومة القانونية للبنوك الإسلامية في الجزائر، حيث قام بنك الجزائر بإصدار أنظمة خاصة بالصيرفة الإسلامية وكان اول نظام هو نظام رقم 02-18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018 والمتعلق بالصيرفة التشاركية في البنوك والمؤسسات المالية.¹

وعرفت المادة 02 من النظام 02-18: أن العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية هي "كل العمليات التي تقوم بها المصارف والمؤسسات المالية والمتمثلة في عمليات تلقي الأموال وعمليات توظيف الأموال وعمليات التمويل والاستثمار التي لا يترتب عنها تحصيل أو تسديد الفوائد".²

وأبرز نظام صدر من بنك الجزائر فيما يتعلق بالصيرفة الإسلامية هو نظام رقم 02-20 المؤرخ في 15 مارس 2020، المحدد للعمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية.³ والذي ألغى بدوره النظام 02-18 الذي سبق له أن نظم ذات المسألة، لكن لم يكتب له الدوام ولم يطبق على أرض الواقع.

ويضم هذا النظام 24 مادة من بين هذه المواد جاءت المادة الرابعة المحددة للمنتجات الخاصة بالصيرفة الإسلامية (المراجحة، المشاركة، المضاربة، الاجارة، السلم، الاستصناع، حسابات الودائع والودائع في حسابات الاستثمار) وقد جاءت المواد (05-12) لتشرح كل منتج على حدى⁴. وبعدها مباشرة صدرت التعليمات 03-20 المعرفة للمنتجات المصرفية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية لتدارك أغلب النقائص التي سجلها النظام

¹ نظام رقم 02-18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية، الجريدة الرسمية ج ج د ش، العدد 73، 9 ديسمبر 2018، ص ص 20-22.

² نفس المرجع السابق.

³ الموقع الرسمي لبنك الجزائر على الرابط: <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/02-2020.pdf> تم الاطلاع عليه يوم: 2023-11-12.

⁴ نظام رقم 02-20 المؤرخ في 15 مارس 2020، المحدد للعمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية والقواعد المطبقة عليها، وشروط ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، وكذا شروط الترخيص المسبق لها من طرف بنك الجزائر، ص 32-35.

رقم 20-02 خاصة فيما يتعلق بالتعريفات وشروحات المقدمة لمختلف الصيغ التي اتسمت بنوع من السطحية والغموض.¹

ووفقا لنظام رقم 20-02 المحدد للعمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، جاء شبك الصيرفة الإسلامية الصفا مصادق عليه من طرف الهيئة الشرعية*، التي تضمن استقلالية تامة بين الأنشطة الموافقة لمبادئ الشريعة الإسلامية والأنشطة البنكية الأخرى².

ثالثا- مرحلة التطوير والابتكار: هكذا وبعد حوالي عقدين من الزمن استمرت البنوك الإسلامية في الظهور، فلقد انتقل عدد البنوك الإسلامية من 34 بنكا سنة 1983 الى 195 سنة 1997، وبإجمالي رؤوس أموال يصل إلى 7.3 مليار دولار أمريكي، وبإجمالي ودائع تصل إلى 112.6 مليار دولار أمريكي، في مقابل وصل حجم الصناعة البنكية الإسلامية الى 200 مليار دولار سنة 2000 وهي تنمو بمعدل يبلغ 15% سنويا.³ ومع نهاية سنة 2001، بلغ عدد البنوك الإسلامية نحو 200 بنك ومؤسسة مالية إسلامية منتشرة في أكثر من 40 دولة عبر قارات العالم الخمس، وبإجمالي رؤوس أموال وصل إلى 148 مليار دولار، في حين بلغ حجم الأموال التي تتعامل بها 300 مليار دولار، وقد أخذت أعداد البنوك الإسلامية في التزايد على مستوى العالم حتى وصلت عام 2003 إلى 267 بنك، ليصل هذا العدد في نهاية سنة 2009 إلى حوالي 400 بنكا ومؤسسة مالية إسلامية حول العالم، منتشرة عبر 75 دولة وبإجمالي أصول يصل إلى أحوال أكثر من 400 مليار دولار، وإجمالي ودائع تصل إلى 202 مليار دولار، محققة معدلات نمو تصل إلى 20%. لتصل الى 500 بنك ومؤسسة مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية سنة 2020.

ويمكن تلخيص نشأة البنوك الإسلامية وتطورها من خلال الجدول رقم (01) الموالي:

¹ التعليم رقم 20-03 المؤرخ في 02 أبريل 2020، المعرفة للمنتجات المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، والمحددة للإجراءات والخصائص التقنية لتنفيذها من طرف البنوك والمؤسسات المالية.

*شهادات المطابقة الشرعية الصادرة عن الهيئة الشرعية الوطنية للصناعة المالية الإسلامية (رقم الشهادات 80 في تاريخ 18 صفر 1442 هجري الموافق لتاريخ 06 أكتوبر 2020).

² الموقع الرسمي لبنك الخليج الجزائر، على الرابط: <https://www.agb.dz/islamique/organisation/presentation.html> تم الاطلاع عليه يوم 28-01-2024.

³ Lachemi siagh, le fonctionnement des organisations dans des milieux de culture intense : le cas des banques islamiques ; these de doctorat, Montréal, 2001, p26

الجدول رقم (01): التسلسل التاريخي لنشأة البنوك الإسلامية

الدول	التعقيب	سنة النشأة
الجزائر	كانت الانطلاقة على يد العلامة الجزائري ابراهيم ابو اليقظان من خلال المقالات التي كان ينشرها ودفاعه عن الفكر الاسلامي آنذاك.	1930
ماليزيا باكستان	إن أول فكرة للمؤسسات المصرفية العاملة في إطار الشريعة الإسلامية كانت بإنشاء أول صناديق ادخار لا تتعامل بالفوائد الربوية.	1950-1940
مصر	إن أول فكرة للمؤسسات المصرفية العاملة في إطار الشريعة الإسلامية كانت بإنشاء أول صناديق ادخار لا تتعامل بالفوائد الربوية.	1963
مصر	أول مصرف ينص على عدم التعامل بالفائدة بيعًا وشراء "بنك ناصر الاجتماعي"	1971
السعودية	اهتمام حقيقي بإنشاء بنوك إسلامية عملا بما جاء في توصيات مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية بضرورة انشاء مصرف إسلامي دولي للدول الإسلامية.	1972
الامارات	النشأة الفعلية لأول بنك إسلامي متكامل الوظائف "مصرف دبي الإسلامي".	1975
السعودية الأردن السودان الكويت مصر	واصل المصرف الإسلامي للتنمية نشاطه في دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، كما صاحب ذلك ظهور كل من بنك فيصل السوداني وبيت التمويل الكويتي ثم بنك فيصل الإسلامي ثم المصرف الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار.	1978-1977
الجزائر عالميا	1991 انشاء اول بنك إسلامي في الجزائر "بنك البركة الجزائري" برأس مال مختلط عام وخاص، في حين انتشرت البنوك الإسلامية عربيا وعالميا، حيث بلغت قيمة الاستثمارات الموافقة للشريعة الإسلامية عام 2007 عالميا ما يقارب 450 مليار دولار مقارنة ب 201 دولار سنة 2004.	2007-1980
الجزائر عالميا	تأسيس ثاني بنك إسلامي في الجزائر "مصرف السلام -الجزائر" التابع لمجموعة مصرف السلام، لقد حظيت البنوك الإسلامية صدا واسعا، بحيث بلغ معدّل نمو الصيرفة الإسلامية خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008 معدل 23.46% ووصل عدد البنوك الإسلامية سنة 2020 الى ما يفوق 500 بنك ومؤسسة مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، كما بلغ حجم أصول الصيرفة الإسلامية في العالم 1.76 ترليون دولار.	2020-2008

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على: بن مشيش حليلة، تطبيق النظام المصرفي المزدوج الملائم للصيرفة الإسلامية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد إسلامي، جامعة سطيف، 2020/2019، ص 15 وحوري نادية، دور الصيرفة الإسلامية في تفعيل أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة الجزائر 3، 2022/2021، ص 6.

من خلال الجدول اعلاه تبين لنا ان الصيرفة المالية الإسلامية لاقت رواجاً كبيراً عبر دول العالم وازداد عدد الدول التي لجئت الى تطبيقها سواء بفتح بنوك إسلامية تزاوّل نشاطها جنباً لجنب من البنوك التقليدية (ازدواجية النظام المصرفي)، او اتباع سياسة التحول الى العمل المصرفي الاسلامي كبنك الشارقة بالامارات 2004 والبنك العقاري الكويتي 2005، بالإضافة الى الدول التي قامت بالتحول الكامل (نظام مصرفي إسلامي متكامل) اي أسلمة جهازها المصرفي ككل كإيران وباكستان والسودان.¹

ويمكن بيان تطور عدد البنوك الإسلامية من خلال الجدول رقم (02) الموالي:

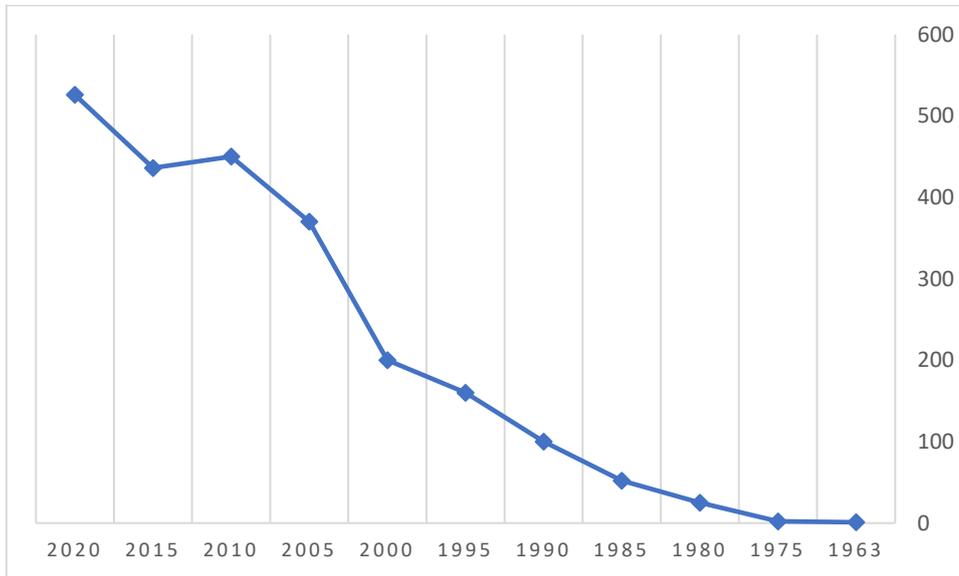
الجدول رقم (02): تطور عدد البنوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 1963-2020

السنة	1963	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020
عدد البنوك الإسلامية	1	2	25	52	100	160	200	370	450	436	526

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على شوقي بورقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة، سطيف، الجزائر، 2010-2011، ص 10.

- ICD- refinitiv islamic finance development report 2015-2021.

الشكل رقم (01): تطور عدد البنوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (1963-2020)

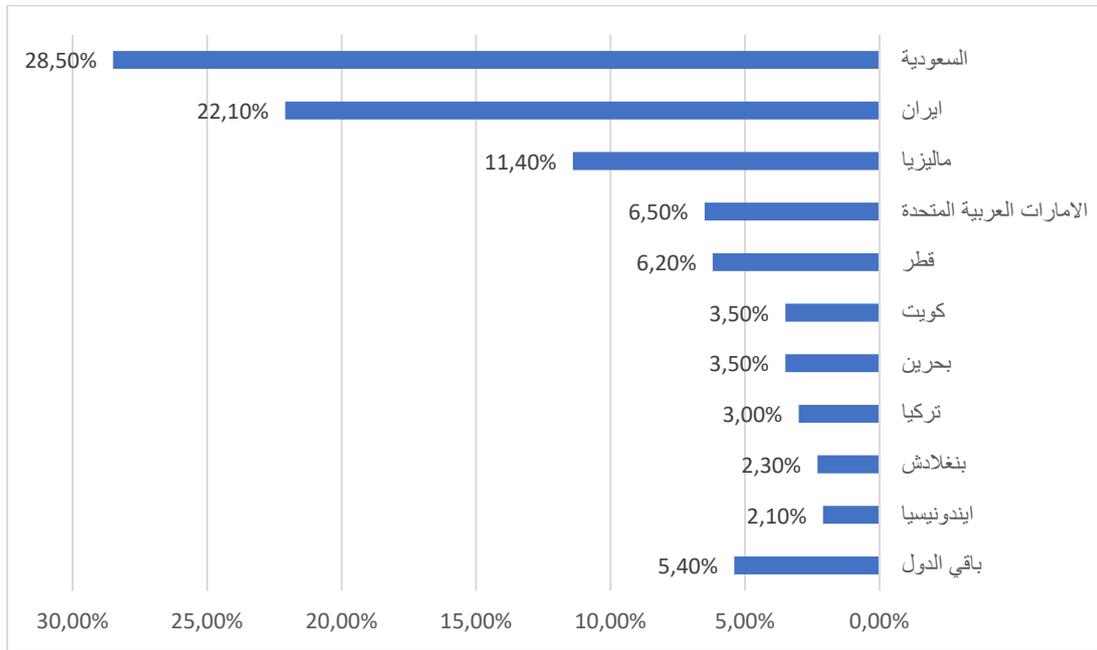


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الجدول رقم (02).

¹ محمد البلتاجي، "نحو بناء نموذج محاسبي لتقويم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية"، ندوة دولية حول نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية، دبي 3-5، سبتمبر 2005، ص 2.

من خلال ما سبق نلاحظ أن عدد البنوك الإسلامية في تطور مستمر (ناهيك عن النواذ الإسلامية التي تفتح ضمن فروع لبنوك تقليدية)، فمنذ أول بنك اسلامي سنة 1963 ليصل الى حوالي 526 بنكا اسلاميا سنة 2020 يعمل في 72 دولة حول العالم، فمن المتوقع أن يزداد عدد البنوك الإسلامية بشكل أكبر بالإضافة الى ان حجم الصيرفة الإسلامية في تطور مستمر، ليمثل قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية 68.2 % سنة 2020 من صناعة الخدمات المالية الإسلامية العالمية، ومن المتوقع أن تواصل الصيرفة الإسلامية تقدمها الايجابي لتسجل بذلك ما يعادل 3006 مليار دولار الى 4362 مليار دولار خلال سنة 2020 وهذا التطور يمثل 15.27 % مقارنة بسنة 2016 أين بلغ اجمالي أصول الصيرفة الإسلامية 2293 مليار دولار.¹

الشكل رقم (02): توزيع الأصول المصرفية الإسلامية



Source: Islamic Development Bank Institute, annual report 2021.p12

نمت البنوك الإسلامية لتصبح قادرة على المنافسة في القطاع المصرفي في العديد من البلدان الإسلامية، يكتسب تدريجيا حصتها في السوق وتقديم المنتجات التي تتناسب مع مستويات نطاق الخدمة والتشغيل لمقدمي الخدمات الحاليين. بالرغم من انخفاض إجمالي حصة الخدمات المصرفية الإسلامية بسبب السرعة ظهور

¹ انظر الى:

-حوري نادية، دور الصيرفة الإسلامية في تفعيل أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة الجزائر 3، 2021/2022، ص6.

- ICD – Refinitiv Islamic Finance Development Report 2021.

أدوات سوق رأس المال الإسلامي، الخدمات المصرفية الإسلامية لا يزال القطاع الأكبر في الصناعة، حيث يساهم بـ 68.3% من أصول الصناعة المالية الإسلامية في عام 2020. فالصيرفة الإسلامية سجلت معدل نمو أبطأ بنسبة 4.3% في 2020، مقارنة بزيادة قدرها 12.4% في عام 2019، جزئيًا نتيجة لأزمة كوفيد-19 وهبوط أسعار النفط العالمية.

في حين شكلت دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة 54.4% من إجمالي الأصول المصرفية الإسلامية في جميع أنحاء العالم، حيث ظلت سوق الأصول الإسلامية مركزة إلى حد كبير في السعودية شبه الجزيرة العربية (28.5%)، إيران (22.1%)، ماليزيا (11.4%)، والتي شكلت معًا 62% من إجمالي الأصول في عام 2020.

الفرع الثاني: تعريف البنوك الإسلامية

لقد اختلفت وتعددت التعاريف المتعلقة بالبنوك الإسلامية، وسنحاول التطرق الى بعض هذه التعاريف فيما يلي:

التعريف الأول: جاء تعريف البنوك الإسلامية في اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية* وذلك في الفقرة الأولى من المادة الخامسة بأنها: " تلك البنوك أو المؤسسات التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة، وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذًا أو عطاءً¹."

التعريف الثاني: ويرى أحمد النجار - رائد فكرة البنوك الإسلامية (في كتابه منهج الصحوة الإسلامية: بنوك بلا فوائد) أن : " البنوك الإسلامية هي أجهزة مالية تستهدف التنمية وتعمل في إطار الشريعة الإسلامية وتلتزم بكل القيم الأخلاقية التي جاءت بها الشرائع السماوية وتسعي إلى تصحيح وظيفة رأس المال في المجتمع ، وهي أجهزة تنموية اجتماعية مالية، حيث أنها تقوم بما تقوم به البنوك من وظائف في تيسير المعاملات التنموية ، كما أنها تضع نفسها في خدمة المجتمع ، وتستهدف تحقيق التنمية فيه ، وتقوم بتوظيف أموالها بأرشد السبل بما يحقق النفع للمجتمع أولاً وقبل كل شيء، واجتماعية من حيث إنها تقصد في عملها وممارستها تدريب الأفراد علي ترشيد الإنفاق وتدريبهم علي الادخار ومعاونتهم في تنمية أموالهم بما يعود عليهم وعلي المجتمع بالنفع والمصلحة، هذا فضلا عن الإسهام في تحقيق التكافل بين أفراد المجتمع بالدعوة إلى أداء الزكاة وجمعها وإنفاقها في مصارفها الشرعية² وتقديم القروض الحسنة* .

¹ اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مصر الجديدة القاهرة 1977، ص10.

² أحمد النجار، منهج الصحوة الإسلامية (بنوك بلا فوائد)، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1989، ص 95.

* القروض الحسنة: قروض بدون فائدة.

التعريف الثالث: -يري شوقي إسماعيل شحاته (في كتابه البنوك الإسلامية) أن البنك الإسلامي: "منشأة مالية تعمل في إطار إسلامي، وتستهدف تحقيق الربح بإدارة المال الحلال، وبأسلوب فعال في ظل إدارة اقتصادية سليمة"¹

التعريف الرابع: كما يري الخضري (في كتابه البنوك الإسلامية) أن البنك الإسلامي: "مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية الاقتصاد ويحقق عدالة التوزيع."²

التعريف الخامس: وفي تعريف آخر يري حسين شحاته أن البنك الإسلامي هو: "منظمة مالية تقوم بالمعاملات المصرفية وغيرها في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية مع المحافظة على القيم والأخلاق الإسلامية والمساهمة على تحقيق أقصى عائد اقتصادي اجتماعي لتحقيق الحياة الطيبة الكريمة للأمة الإسلامية"³

من خلال ما سبق يمكن تعريف البنوك الإسلامية كما يلي:

"مؤسسات مالية ونقدية تقوم بمختلف الأعمال المالية والمصرفية وفق أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي لا تتعامل بالفائدة (الربا) أخذاً ولا عطاءً ولا تمارس الأعمال والخدمات المحرمة شرعاً، كما تهدف إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية."

إن التقيد بالضوابط الشرعية عامل أساسي في أعمال وتصرفات وأنشطة البنوك الإسلامية، وتحقيقاً لهذه الغاية ينبغي على البنوك الإسلامية الحرص على السلامة الشرعية من خلال إنشاء وتأسيس هيئة خاصة بذلك هي هيئة الرقابة الشرعية.

الفرع الثالث: هيئة الرقابة الشرعية

هيئة الرقابة الشرعية مكلفة بمتابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي تجري في البنك للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية"⁴، ومن أجل قيامها بهذا الدور المهم يجب توفر الشروط التالية:⁵

¹ شوقي إسماعيل شحاته، البنوك الإسلامية، دار الشروق، جدة، 1977، ص 55.

² محسن أحمد الخضري، البنوك الإسلامية، ط 3، ايتراك للتوزيع والنشر، القاهرة، 1990، ص 17

³ حسين حسين شحاته، افتراءات على البنوك الإسلامية: شتان ما بين مصرف إسلامي ومصرف ربوي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، يصدرها بنك دبي الإسلامي، العدد الثالث، ديسمبر 1981، ص 23

⁴ حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 30.

⁵ نفس المرجع، ص ص 53-54.

-الاستقلالية: وتعني ممارسة دورها بصورة منفردة عن الجهات والدوائر التي يقوم المدقق الشرعي بفحص أعمالها.

-الموضوعية: أي تقييم التصرفات والأعمال البنكية بعيدا عن المصالح والآراء الشخصية .

-الشمولية: بحيث يتم التأكد من أن المعاملات المصرفية تحوز على السلامة الشرعية بالمفهوم الواسع، ولا يتعلق الأمر فقط من مجرد التأكد من خلو عمليات البنك من المعاملات الربوية.

المطلب الثاني: خصائص وأسس البنوك الإسلامية وأهدافها

تبين لنا في المطلب الاول أن للبنوك الإسلامية طبيعة متميزة من حيث مفهومها، نشأتها وتطورها، واستكمالها في البحث عن ماهية البنوك الإسلامية تتطرق الى كل من خصائص واسس البنوك الاسلامية واهدافها.

الفرع الاول: خصائص البنوك الإسلامية

من المعلوم أن للبنوك الإسلامية خصائص ومميزات تتميز بها عن البنوك الأخرى، وبناءً على ما سبق يمكن استنباط النقاط التالية والتي يختص بها البنك الإسلامي والمتمثلة فيما يلي:

1- الغاء التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً:

يعتبر استبعاد التعامل بالفائدة اخذا وعطاء بكل أنواعه وصوره الظاهرة والخفية، من أهم الخصائص المميزة للبنوك الإسلامية عن غيرها من البنوك التقليدية. حيث تطبق البنوك الإسلامية في معاملاتها بدلا من الفائدة، عقود الاستثمار كالمشاركة والمضاربة والمراجحة الى غير ذلك.¹

لقد ورد تحريم الربا في القرآن الكريم في عدة آيات مثل قوله تعالى: " .. وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا.. " ² سورة البقرة، الآية 275، وقوله سبحانه وتعالى " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَتَتَّبِعُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ" ³ سورة آل عمران، الآية 130

أما في السنة النبوية الشريفة، فقد جاء تحريم الربا في أحاديث عديدة، فمثلا في كتاب الترغيب والترهيب للحافظ المنذري يوجد ثلاثين حديثا في الترهيب من الربا، منها ما رواه الشيخان وغيرهما أن الرسول صلى الله عليه وسلم قال: **تجنبوا السبع الموبقات**. قالوا: يا رسول الله وما هن؟ قال: **الشرك بالله، والسحر،**

¹ بلعوز بن علي، دراسة مقارنة للسياسة النقدية والمصرفية بين الفكر الاقتصادي المعاصر والفكر الاقتصادي الإسلامي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 1994، ص 109

² سورة البقرة، الآية: 275.

³ سورة آل عمران، الآية: 130.

وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق، واكل الربا، وأكل مال اليتيم، والتولى يوم الزحف، وقذف المحصنات الغافلات المؤمنات.¹

وما رواه مسلم وغيره عن جابر بن عبد الله قال: لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم، آكل الربا، ومؤكله، وكاتبه، وشاهديه، وقال: هم سواء.²

2- التعامل في الطيبات وتجنب الخبائث:

إن أهم الضوابط التي تحكم استثمار الأموال في البنوك الإسلامية هو ألا توظف أموالها في المجالات التي حرمها الإسلام كالسلع الضارة والخدمات التي لا تبيحها الأخلاق ولا الأعراف، بل تختار المشروعات ذات النفع العام التي تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتحقق معدل ربح مرضي لأصحاب رؤوس الأموال³، كما يجب أن تكون مختلف العمليات الوسيطة التي تقوم بها من تمويل وتسويق وتوزيع ضمن دائرة الحلال أيضا، عكس البنوك التقليدية التي تسعى إلى تحقيق أعلى ربح ممكن دون الاهتمام بطبيعة المشاريع.

3- وجود هيئة للرقابة الشرعية:

تنفرد البنوك الإسلامية عن غيرها من البنوك التقليدية بأن لها رقابة ثالثة على عملياتها وهي الرقابة الشرعية بالإضافة الى الرقابة المالية والإدارية، وهي الميزة الرئيسية للبنوك الإسلامية⁴، تختلف في آلياتها سواء كانت هذه الرقابة سابقة أو لاحقة وبموجبها يتم تسيير العمل المصرفي الإسلامي وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. ومن الجدير بالذكر أن المراقب الشرعي أو من تعهد إليه مهمة الرقابة الشرعية ينبغي أن يكون مؤهلا شرعيا وعلميا ليكون باستطاعته إبداء الرأي الذي يستند على العلم والدراسة. بحيث تعتبر هيئة الرقابة الشرعية أحد أجهزة البنك الإسلامي المستحدثة لمعاونته في تحقيق أهدافه⁵. ومن المهام الرئيسية لها تتمثل في:

¹ عبد العظيم بن عبد القوي بن عبد الله، أبو محمد، زكي الدين المنذري، الترغيب والترهيب من الحديث الشريف (كتاب البيوع)، الطبعة الثالثة، دار احياء التراث العربي، بيروت، لبنان، 1968، ص 3-4.

² علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، ط7، مكتبة دار القرآن مصر ودار الثقافة قطر، 2002 م، ص 78.

³ بلعزوز بن علي، دراسة مقارنة للسياسة النقدية والمصرفية بين الفكر الاقتصادي المعاصر والفكر الاقتصادي الإسلامي، المرجع السابق، ص 109.

⁴ أحمد عبد العفو مصطفى العليات، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006، ص 17.

⁵ عبد الحميد محمود البعلي، المدخل لفقه البنوك الإسلامية، ط1، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، جدة السعودية، 1983، ص 153.

- تقديم الحلول الشرعية لممارسات وأنشطة البنك مما يجعله في مأمن من الوقوع في الحرام.
- تقديم الفتاوى ومتابعة مدى التزام البنك بها تطبيقاً وتنفيذاً، وذلك تداركاً لما قد يواجه التنفيذ من مشكلات عملية تستوجب بيان وجه الشرع فيها.
- إبداء الرأي الشرعي فيما يستوجب ذلك من معاملات البنك دون توقف أو انتظار لعرض أو طلب أي القيام بولاية الإفتاء في البنك.

4- تجسيد روح الوساطة بين المودعين والمستثمرين:

إن الدور الذي يمارسه البنك بين المودعين والمستثمرين يتجسد في الوساطة، وهو ما يتأكد بصياغة الموقف القانوني للبنك بما يبرز هذه الوساطة، فالحق أن الطبيعة الاقتصادية البحتة للعلاقة التي يبينها البنك بين المودعين والمستثمرين، هي الوساطة بين رأس المال والعمل، على أن سيادة الروح الرأسمالية في أنشطة البنوك قد اوجدت تكييفاً قانونياً لأعمال البنوك تقوم على قطع الصلة بين المودعين والمستثمرين بإقامة علاقتهما قانونيتين مستقلتين، أحدهما علاقة البنك بالمودعين بوصفه مديناً وبوصفهم دائنين، والثانية علاقة البنك بالمستثمرين، بوصفه دائناً وبوصفهم مدينين، بوصفه مديناً للمودعين يدفع لهم الفوائد الثابتة، وبوصفه دائناً للمستثمرين يتقاضى منهم الفوائد والتي تكون أكبر من الأولى،

5- ربط بين التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية

تتولى البنوك الإسلامية اهتماماً بالغاً في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتسعى لتحقيق ذلك من خلال إقامة مشاريع استثمارية حقيقية توافق الضوابط الشرعية وتساهم في تحريك عجلة النشاط الاقتصادي¹، بحيث أنه عند وضع سياساتها الاستثمارية أو عند قيامها بدراسة الجدوى الاقتصادية لمختلف المشاريع التي تنوي القيام بها فإنها تحرص على تفضيل تلك المشاريع التي يمكن لها أن توظف أكبر عدد من العاملين وتساهم فعلاً في تحسين الأوضاع الاقتصادية²، مراعية في ذلك البعد الاجتماعي، من خلال تلبية حاجات فعلية للمجتمع، حيث تتميز البنوك الإسلامية بتقديم مجموعة من الأنشطة لا تقدمها البنوك التقليدية من بين أبرز تلك الأنشطة: نشاط القرض الحسن، ونشاط صندوق الزكاة وغيرها³. فتكون بذلك قد حققت العائد المادي والاجتماعي على حد سواء⁴.

¹ فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط 1، بيروت، 2004، ص 55

² محمد يونس وعبد النعيم محمد مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 307

³ فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، ط 1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006، ص ص 94-96

⁴ فارس مسدور، التمويل الإسلامي: من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومة، الجزائر، 2007، ص 99

6- المساهمة في نشر الوعي الثقافي والفكري في المجتمع الإسلامي:

تقوم البنوك الإسلامية بنشر الوعي الإسلامي عن طريق تنظيم الندوات والمحاضرات والمؤتمرات، وطبع وإصدار الكتب والمجلات التي تتناول الموضوعات الإسلامية المختلفة التي من شأنها المساهمة في تعريف الأفراد بدينهم وتعويدهم الالتزام بالسلوك الإسلامي السليم، الى جانب مساهمتها في المشروعات التي تؤدي الى اعداد الفرد والأسرة وبالتالي بناء المجتمع المسلم كإقامة المدارس، المعاهد والمساجد.¹

الفرع الثاني: أسس عمل البنوك الإسلامية

رأينا في الفرع السابق أن من خصائص البنوك الإسلامية عدم التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً، فما هي أسس عمل البنك الإسلامي الواجب الالتزام بها بما يتوافق مع مقاصد الشرعية الإسلامية في مجال قبول وتوظيف الأموال؟ هذا ما سنتناوله في العناصر التالية:

1- قاعدة الغنم بالغرم :

ويقصد بها: "أن الحق في الحصول على النفع أو الكسب (العائد أو الربح) يكون بقدر تحمل المشقة أو التكاليف (المصروفات أو الخسائر أو المخاطر)"،² فإذا كانت البنوك الإسلامية لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً بدلا عن الغنم المضمون المتمثل والواضح في الفائدة الربوية المحددة والثابتة كسائر المؤسسات المالية والبنوك الربوية³، فإنها تعمل بنظام المشاركة* في الربح والخسارة، ومعنى ذلك أن الذي يغنم ربحاً من خلال توظيف أمواله لا بد أن يتوقع إمكانية تحقيقه لخسائر (الغرم) مقابل إستحقاقه لنصيب من الربح إذا تحقق. وبالتالي على اصحاب الودائع الاستثمارية توقع حدوث خسارة مقابل الأرباح التي يحصلونها، وهذا هو معنى الغنم بالغرم، أي أن المشاركة في أخذ الربح إذا حصل لا بد أن يكون مقابلاً لتحمل الخسارة إذا حدثت.

2- قاعدة الخراج بالضمان :

ويقصد بها: "أن من ضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من عائد"⁴، ومعنى هذه القاعدة أن الذي يضمن أصل الشيء يحق له الانتفاع به، وفي المقابل عليه أن يتحمل ما يخرج منه من خسارة. ولذا يُسأغ للشخص أن يتقبل العمل ويتعهد بإنجازه لقاء أجر معلوم، ثم يتفق مع آخر على القيام بهذا العمل

¹ بلعزوز بن علي، دراسة مقارنة للسياسة النقدية والمصرفية بين الفكر الاقتصادي المعاصر والفكر الاقتصادي الإسلامي، المرجع السابق، ص 109.

¹ علاء الدين زعتري، المصارف وماذا يجب أن يعرف عنها، ط 1، دار غار حراء، دمشق، 2006، ص 47

³ عبد الرزاق رحيم جدي الهيبي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار اسامة للنشر والتوزيع، الاردن، ص 209

* سيأتي تفصيل عقد المشاركة في المبحث الثالث من الفصل الأول.

⁴ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 68

بأجر أقل من الأول ويربح هو فرق ما بينهما حالاً طيباً مجرد أنه ضمن العمل دون أن يقوم به. وعليه بما أن البنوك الإسلامية تضمن الودائع غير الاستثمارية، فإنه يحق لها توظيفها والانتفاع من عوائدها.¹ أي من الفوائد العملية لقاعدة الخراج بالضمان في البنوك الإسلامية أنه في حالة ضمان البنك للودائع الجارية فإنه يستطيع استثمارها والحصول على ما تجره من عائد (خراج)، وأيضاً " لتعليل ربح رب المال في المضاربة * إذ يحتفظ بالمسؤولية عن خطر خسارة رأس المال فضلاً عن ملكية المال".

تعتبر القاعدتين السابقتين أساس قيام المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي، لأن المال وحده لا يمكن بأي حال من الأحوال أن ينتج مالا في شكل عوائد وأرباح إلا إذا كان هناك عمل ومشاركة وتحمل للمخاطر بجميع أنواعها. وعلى اعتبار أن المصارف الإسلامية تتبع منهج الاقتصاد الإسلامي بتعاليمه وضوابطه؛ فلا يمكن لها أن تعطي أو تحصل على أرباح دون تحمل جزء من المخاطر، ولا أن تضمن لنفسها أو لأحد عملائها جزءاً من العوائد، لأن ذلك مخالف لطبيعة عملها وللأساس الذي قامت عليه.

المطلب الثالث: أهداف البنوك الإسلامية

تسعى البنوك الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تختلف بما عن باقي المؤسسات المالية الأخرى نتيجة لالتزامها بقواعد ومبادئ المعاملات المالية الإسلامية، إن هذا العامل جعل أهداف البنوك الإسلامية تتنوع وتعدد، وسيتم عرضها من خلال العناصر التالية:

الفرع الأول: الأهداف المالية

تتمثل مجموعة الأهداف التي تسعى البنوك الإسلامية لتحقيقها والمتعلقة بالجانب المالي في:

1- استقطاب الودائع وتنميتها:

يمثل هذا الهدف الشق الأول في عملية الوساطة المالية حيث يعد أحد أهم أهداف البنوك الإسلامية باعتباره تطبيقاً للقاعدة الشرعية التي تنص على عدم تعطيل الأموال بل تفرض تشغيلها واستثمارها بما يحقق التنمية في المجتمع.² فإنّ هذه الأخيرة تعمل على تطوير وسائل اجتذاب الأموال والمدخرات وتوجيهها نحو المشاركة في الاستثمار بالأسلوب المصرفي الإسلامي.³

¹ محمد الزحلي، القواعد الفقهية في المذاهب الأربعة، دار الفكر، دمشق 2006، ص 472.

* سيأتي تفصيل عقد المضاربة في المبحث الثالث من الفصل الأول.

² السيد محمد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة مقارنة مع الاقتصاد الوضعي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 381-382.

³ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004، ص 90.

ورغم تشابه هذه الوظيفة بين كل من المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية إلا أنّ حقيقة العلاقة التي تربط الدائن بالمدين مختلفة، فبينما تقوم على أساس القرض في المصارف التقليدية، فإنّ علاقة المصارف الإسلامية مع أصحاب الودائع تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعي، فأصحاب المال هم المودعون والمضارب هو المصرف الإسلامي، والعائد المحقق يتم تقاسمه بينهما بالنسبة المتفق عليها في عقد المضاربة.

2- استثمار الأموال:

يمثل استثمار الاموال الشق الثاني من عملية الوساطة المالية، وهو المصدر الرئيسي لتحقيق الأرباح سواء للمساهمين أو للمودعين، باعتبار أن البنوك الإسلامية تعتمد على الاستثمارات بشكل شبه كلي للحصول على الأرباح، وهذا بخلاف البنوك التقليدية التي تعتمد على الإقراض بفائدة للحصول على الربح من الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة، وفي هذا الصدد تعتمد البنوك الإسلامية على صيغ استثمارية متنوعة تسمح لها باستثمار أموالها مثل: المضاربة، المشاركة، المرابحة... وغير ذلك، وعلى البنوك الإسلامية مراعاة الجوانب الاجتماعية عند استثمار تلك الأموال، فالاستثمار الإسلامي تحكمه المبادئ والضوابط الإسلامية في إطار القواعد الإسلامية: الحلال والحرام، الغنم والغرم ولا ضرر ولا ضرار¹.

3- تحقيق الأرباح:

يسعى البنك الإسلامي إلى تعظيم ربحية كل من المساهمين والمودعين، على خلاف البنوك الأخرى التي تهتم فقط بتعظيم ربحية الملاك أو المساهمين². وباعتبارها مؤسسات مالية فإن هدف تحقيق الربح يعد أحد أهدافها الرئيسية، وهو الذي يسمح لها بالاستمرار والمنافسة في السوق المصرفية، ليكون ذلك دليلاً على نجاح العمل المصرفي الإسلامي. وتنتج الأرباح من عمليات الاستثمارات والعمليات المصرفية التي تقوم بها البنوك الإسلامية ويتم توزيعها على المودعين وعلى المساهمين، يضاف إلى هذا أن زيادة الأرباح لدى البنك تؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهم المساهمين.

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، نفس المرجع السابق، ص 93.

² منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 260.

الفرع الثاني: الأهداف الاجتماعية

تقديم الخدمات الاجتماعية والتي تساهم في خدمة المجتمع، وتطويره وتلبية الاحتياجات الاجتماعية من خلال الإسهام في تمويل المشروعات والنشاطات التي تحقق النفع الاجتماعي العام، وخدمة أفرادها وبالذات الأكثر حاجة منهم، أي الأقل دخلاً، بحيث تسعى البنوك الإسلامية إلى تحقيق جملة من الأهداف الاجتماعية منها:¹

- ربط البعد الاجتماعي للبنوك الإسلامية بالبعد الاقتصادي لتحقيق تنمية شاملة ومتكاملة؛
- العمل على تعظيم ثقة المتعاملين معها في النظام الاقتصادي الإسلامي؛
- جمع أموال الزكاة واستخدامها في الأوجه المخصصة لها عن طريق توزيعها على المستحقين، وبالشكل الذي يتطابق مع قواعد الشريعة الإسلامية ومقاصدها، مما يساهم في التخفيف من حدة الفقر والبطالة ومختلف المشاكل الاجتماعية؛
- تقديم قروض حسنة والمساهمة في إنشاء مرافق ذات مصلحة عامة مثل: المستشفيات والمدارس والمساجد؛
- الإسهام في المشروعات الاجتماعية الخيرية.

الفرع الثالث: أهداف خاصة بالمتعاملين

ينبغي على كل بنك إسلامي الالتزام بتلبية الرغبات المختلفة للمتعاملين معه من خلال مايلي:²

1- تقديم الخدمات المصرفية بجودة عالية: يعد نجاح البنك الإسلامي في تقديم الخدمات المصرفية بجودة عالية للمتعاملين، وقدرته على جذب متعاملين جدد في إطار أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، يعد نجاحاً للمصارف الإسلامية وهدفاً رئيسياً لإدارتها، فمعظم الخدمات التي تقدمها البنوك التقليدية عادة تستطيع البنوك الإسلامية تقديمها إضافة إلى بعض الخدمات التي تختص بها وتميّزها عن غيرها³، فهي تقوم بتقديم مزيج من الخدمات التكافلية والاجتماعية، منها: تحصيل الزكاة وصرفها في مصارفها الشرعية ومنح القروض الحسنة.

¹ انظر إلى:

- فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، ط 1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006، ص 98.
-عصا عمر، البنوك الوضعية والشرعية (النظام المصرفي، نظرية التمويل الإسلامي، البنوك الإسلامية)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص ص 287-288.

² بلعزوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، 2013، ص334.

³ غسان القلعاوي، المصارف الإسلامية ضرورة عصرية، لماذا...؟ وكيف...؟، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1998، ص186.

- 2- توفير التمويل للمستثمرين: تقوم البنوك الإسلامية باستثمار أموالها المودعة لديها من خلال أفضل قنوات الاستثمار المتاحة لها عن طريق توفير التمويل اللازم للمستثمرين أو استثمار تلك الأموال عن طريق شركات تابعة متخصصة أو القيام باستثمارها مباشرة في الأسواق سواء محلية، إقليمية أو دولية.
- 3- توفير الأمان للمودعين: إن أهم عوامل نجاح البنوك واستمراريتها يكمن في مدى ثقة المودعين فيها، ومن أهم عوامل الثقة في البنوك هو حماية أموال المودعين عن طريق توافر السيولة النقدية بشكل مستمر لمواجهة احتمالات السحب من ودائع العملاء خصوصا الودائع تحت الطلب دون الحاجة إلى تسهيل أصول ثابتة، وتستخدم السيولة النقدية في البنوك للوفاء باحتياجات سحب الودائع الجارية من جهة وتلبية احتياجات البنك من النفقات التشغيلية من جهة أخرى¹، مما يساعد على تحقيق السلامة المصرفية والثقة في القطاع ككل.

وبالرغم من أن البنوك الإسلامية لا تختلف عن نظيرتها التقليدية فيما يتعلق بهدف الأمان والسيولة إلا أن لهما أهمية كبيرة بالنسبة للبنوك الإسلامية عنها في البنوك التقليدية، ذلك أنّ النشاط الاستثماري للبنوك التقليدية يكاد ينحصر في تقديم ومنح القروض المصحوبة بضمانات تقلل من حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك، في حين أن صيغ الاستثمار المتاحة للبنوك الإسلامية وخاصةً صيغتي المضاربة والمشاركة تنطوي على قدر أكبر من المخاطر دون أن تقابلها ضمانات لحماية أموال المودعين، والضمان الوحيد هو توخي الدقة في اختيار المشروعات التي توجّه لها موارد البنك².

¹ بلعزوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 334.

² منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 259.

الشكل رقم (03): الأبعاد الاستثمارية للبنوك الإسلامية



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على: بلعزوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، 2013، ص 335.

يوضح الشكل رقم (03) الأبعاد الاستثمارية للبنك الإسلامي والتي تبين مدى أهمية التوظيف الاستثماري في إطار المسؤولية الاجتماعية التي يحرص عليها البنك الإسلامي اتجاه المجتمع، حيث أنه لا يساهم في أي مجال قد يرجع بالضرر على أفراد بل يعطي أولوية مطلقة للمجالات التي يحتاج إليها المجتمع من اجل حل المشاكل التي يعاني منها أفراد المجتمع، مثل: البطالة، المرض، الفقر والأمية... الخ.

الفرع الرابع: أهداف داخلية

للبنوك الإسلامية جملة من الأهداف الداخلية تسعى إلى تحقيقها من بينها:¹

- 1- **تنمية العنصر البشري:** يؤثر العنصر البشري بشكل رئيسي في عملية تحقيق الأرباح في البنوك بصفة عامة، حيث أن الأموال لا تدر عائدا بنفسها دون استثمار، لذلك تحتاج البنوك الإسلامية في سبيل تحقيقها لأهدافها إلى عنصر بشري كفاء ويملك قدرات ومهارات ويجمع بين الخبرة المصرفية والمعرفة الشرعية، ولتحقيق ذلك تعمل المصارف الإسلامية على إقامة دورات تدريبية من أجل تكوين:²
 - عمالة قادرة على تقديم الخدمة المصرفية بالسرعة والجودة الملائمتين وفقا للمتطلبات الشرعية ؛

¹ السيد محمد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة مقارنة مع الاقتصاد الوضعي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 383

² عبد الحليم غربي، "الموارد البشرية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مجلة الباحث، العدد 6، الجزائر، 2006، ص 50.

- موارد بشرية لها القدرة على جذب المودعين، وفهم طبيعة العلاقة التي تربط المودع بالبنك الإسلامي؛
- نوعية من الموارد البشرية قادرة على البحث عن الفرص الاستثمارية الملائمة، ودراسة جدواها وتقييمها وتنفيذها، ومتابعتها في إطار الضوابط الشرعية.

2- تحقيق معدل نمو: تنشأ المؤسسات بصفة عامة بهدف الاستمرار وخصوصا البنوك، حيث أنها تمثل عماد الاقتصاد لأيّ دولة، وحتّى تستمرّ البنوك الإسلامية في السوق المصرفية لا بد أن تحقق معدل نمو يمكنها من الاستمرار والمنافسة.

3- الانتشار جغرافيا: حتى تستطيع البنوك الإسلامية تحقيق أهدافها السابقة بالإضافة الى توفير الخدمات المصرفية والاستثمارية للمتعاملين، لا بد لها من الانتشار بحيث تغطي أكبر قدر من المتعاملين في المجتمع مما يزيد من قدرتها على المنافسة، لذلك تسعى البنوك الإسلامية إلى توسيع انتشارها الجغرافي الأمر الذي يمكنها من تقديم خدماتها المصرفية لجميع المتعاملين معها وفي أقرب الأماكن لهم.

الفرع الخامس: أهداف ابتكارية

في ضوء المنافسة الشديدة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في السوق المصرفية على جذب متعاملين جدد فإنه يجب على البنوك الإسلامية مواكبة أحدث المستجدات في المجال المصرفي من خلال تطوير خدماتها بشكل دائم ومستمر، ويكون ذلك عن طريق مايلي:

1- تطوير وابتكار خدمات مصرفية: تعمل البنوك الإسلامية في إطار الاستمرار والمنافسة على تطوير وتنويع المنتجات والخدمات المصرفية التي تقدمها لعملائها لاستقطاب أكبر عدد من العملاء ولنيل رضاهم منهم وضمان ولائهم لها، وليس هذا فحسب بل يجب على البنوك الإسلامية ان تقوم بتطوير المنتجات المصرفية الحالية التي تقدمها البنوك التقليدية بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

2- ابتكار صيغ تمويلية جديدة: حتى تتمكن البنوك الإسلامية من التصدي للبنوك التقليدية في اجتذاب المستثمرين، لا بد أن توفر لهم التمويل اللازم لمشاريعهم المختلفة، ولأجل ذلك تسعى البنوك الإسلامية لابتكار صيغ استثمارية إسلامية جديدة التي تتمكن من خلالها تمويل مختلف المشروعات الاستثمارية، بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية¹.

¹ أنظر الى:

- نعم حسين نعمة ورغد محمد نجم، المصارف والمؤسسات الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد02، المجلد 12، لسنة 2010، ص ص 127-128.

- عبد الغني محلق، الصيرفة الإسلامية كبديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر، 2020، ص ص 9-12.

الفرع السادس: أهداف استثمارية

- تجلى معالم الأهداف الاستثمارية للبنك الإسلامي فيما يلي: ¹
- تنمية ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد، وترشيد السلوك الإنفاقي؛
 - تحقيق مستوى تشغيلي مرتفع لعوامل الإنتاج المتوفرة في المجتمع؛
 - تحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات المختلفة التي يشرف عليها البنك، وترويج مشروعاتها؛
 - تعبئة الموارد الاقتصادية الفائضة ورؤوس الأموال العاطلة وتوظيفها في المجالات التي تسمح بتحقيق التنمية الاقتصادية؛
 - تحقيق مستوى مناسب من الاستقرار السعري للسلع والخدمات المطروحة للتداول في الأسواق؛
 - تحقيق العدالة في توزيع الناتج التشغيلي للاستثمار بما يساهم في عدالة توزيع الدخل بين أصحاب عوامل الإنتاج المشاركة في العملية الإنتاجية، وتوجيه الاستثمارات نحو القطاعات المنتجة.

من هنا قد يتضح لنا ان اهداف البنوك الاسلامية تكمن في تحقيق الاتي:²

- كيفية تدريب افراد المجتمع على انتهاج سلوك اقتصادي اسلامي محدد يتلخص في كيف ينفقون اموالهم، ويستثمرون اي فائض من المال لديهم وهو بذلك يعودهم كيف يدخرون المال على وجه الحقيقة لا على وجه الاكتناز، فاستثمار المال ادخار له؛
- الأصل في الإنفاق هو التوازن والتوازن في الإنفاق، يترتب عليه حتماً ، فائض من المال وهو ما يصح ان نطلق عليه فائض التوازن، أي العمل على تجميع فوائض التوازن لدى الأشخاص، وهذا الفائض يأتي بعد اشباع الحاجات الاساسية للإنسان من دون تبذير ،حيث تعمل البنوك الاسلامية على تجميعه، ولا يتسنى لها ذلك الا إذ كانت على علاقات وطيدة بالأفراد في البيئة التي تعمل فيها، إذ يفترض على البنك الاسلامي ان لا ينتظر من افراد المجتمع ان يأتون اليه بل يجب ان يذهب اليهم من خلال ممارسته لنشاطاته

¹ انظر الى:

- محمد الصبري، إدارة العمليات المصرفية العادية- غير العادية- الإلكترونية، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص 74.

- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 29.

² نغم حسين نعمة ورغد محمد نجم، مرجع سبق ذكره، ص128.

وهذا يفرض بالضرورة على البنك الإسلامي ان يكون اهلاً لذلك بكل ما يقتضيه توافر تلك الاهلية من شروط ومواصفات .

- توفير وسائل الانتاج للقادر عليه حتى لا يكون هناك طاقة بشرية لا تعمل على الوجه الاكمل فلا تكون هناك بطالة حقيقية او بطالة مقنعة.

- توظيف أنشطة البنوك الإسلامية في اوجه الاستثمار الانمائية على مستوى الفرد والدولة، وهنا ينبغي تحديد معنى الاستثمار والتنمية فكلا الأمرين متلازمين فلا تنمية بغير استثمار ولا قيمة للاستثمار بغير تنمية وهذه في الحقيقة مشكلة البلدان النامية، وهي مشكلة الفقر والبطالة.

المبحث الثاني: خدمات البنوك الإسلامية مصادر الأموال واستخداماتها

تمهيد

تمثل الخدمات البنكية عنصرا هاما من عناصر النشاط الوظيفي للبنوك، فتنوع سلة الخدمات البنكية يسمح بدخول البنوك في عمليات مالية وتجارية مختلفة، ومع تطور عولمة التمويل والتوسع في التدفقات المالية أصبحت البنوك في وضع يستدعي تطوير خدماتها باستمرار، وليمكن البنك من أداء وظائفه بكفاءة وفعالية، لا بد له أن يمتلك مصادر تمويل، هذه المصادر سوف يستخدمها البنك في تقديم خدماته المختلفة للعملاء، وان موارد البنك الإسلامي لا تختلف كثيرا عن موارد البنك التقليدي، كما انها لا تختلف بين البنوك الإسلامية نفسها الا في بعض الأمور التي تضعها مجالس الإدارة.

المطلب الأول: الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية

تعد الخدمات البنكية مكونا هاما من مكونات العمل في أي بنك، لأنها تعتبر من أكثر الأنشطة التي تجدي اهتماما كبيرا من قبل المتعاملين، حتى أصبحت ميدانا رئيسيا للتنافس فيما بين البنوك، كونها تهدف الى تحقيق جانب من الإيرادات جراء أداء الخدمة كما انها أداة لجذب عدد كبير من المتعاملين وهو ما يؤدي تحقيق عوائد كبيرة للبنك، وبالنسبة لخدمات البنوك الإسلامية لا تختلف كثيرا عن هذا الفهم، الا انها تقوم بجميع الأعمال والخدمات والأنشطة المصرفية التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: الخدمات البنكية

تقدم البنوك الإسلامية العديد من الخدمات البنكية التي تقدمها البنوك التقليدية، وقد يختلف أسلوب وشروط تقديم تلك الخدمات بما يتلاءم مع قاعدة عدم التعامل بسعر الفائدة، ومن بين الخدمات البنكية التي تقدمها البنوك الإسلامية لعملائها نجد، قبول الودائع، وتحصيل الأوراق التجارية، وتأجير الصناديق الحديدية.

أولا: قبول الودائع وتحصيل الأوراق التجارية

الوظيفة الأساسية لأي بنك كان سواء كان إسلاميا أو تجاريا، هي قبول الودائع* كونها المؤسسة الوحيدة المخول قانونا وعرفا بقبولها. ولأجل ذلك ويسعى البنك بشتى الطرق الاستقطاب أكبر قدر منها، كما يقوم بتحصيل الأوراق التجارية المقدمة من العملاء.

* الوديعة: وهي واحدة الودائع، يقال اودعه ملا أي دفعه اليه ليكون وديعة عنده، واستودعه وديعة استحفظه إياها. كما انها تحمل معنى الحفظ والترك والتخلي، لكون المودع يتركها عند المودع ليحافظ عليها من الهلاك.

1- تعريف الوديعة البنكية

التعريف الأول: تحمل الوديعة معنى الحفظ، الترك والتخلية، وذلك لكون المودع يتركها عند المودع عنده ليحافظ عليها من الهلاك.¹

التعريف الثاني: كما تعرف بأنها الأموال التي يتعهد بها الأفراد أو الهيئات إلى البنك، على أن يتعهد البنك بردها إليهم لدى الطلب وبالشروط المتفق عليها،²

1-1 خصائص الودائع

وللوديعة خصائص تتجلى فيما يلي:³

- أنه عقد أمانة، أي أنه لا يلزم قابض الوديعة الضمان إذا تلف المال إلا في حالي التعدي والتقصير؛
- أنه عقد جائز من الجانبين، أي لازم في حق أي منهما، فلكل واحد منهما أن يبادر لفسخه متى شاء؛
- أنه عقد تبرع، إذ لا خلاف بين الفقهاء في أن الأصل في الوديعة أنها من عقود التبرعات التي تقوم على أساس الرفق والمعونة وتنفيس الكربة وقضاء الحاجة، فلا تستوجب من المودع بدلا من حفظ الوديعة.

1-2 أهمية الودائع

للودائع أهمية كبيرة سواء من وجهة نظر الأفراد أو النظام المصرفي أو الاقتصاد ككل وهي كالتالي:⁴

- تمثل الودائع آفاقا لتوظيف أموال البعض؛
- فهي تفتح آفاقا واسعة أمام كل الأطراف؛
- تتيح لكل واحد منهم فرصة لتحقيق أهدافهم فيما يتعلق بالأمن والسيولة والربحية؛
- تسهم في تغطية عجز البعض الآخر؛
- تنمية ديناميكية دائمة من خلال تدفقات مالية مستمرة، كما تساعد على تطور الأعمال.
- خلق إمكانيات جديدة تسمح بالتوسع في النشاط الاقتصادي؛
- تسمح بالتوسع في القاعدة النقدية للنظام المصرفي،

¹ سعاد سطحي، أحكام الوديعة في المذهب المالكي، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، ص208.

² هاشم عبد الرحيم السيد، موسوعة المصارف الإسلامية، شركة الهواشم القابضة للنشر والتوزيع، قطر، 2008، ص321.

³ نايف بن نهار، مقدمة في الصيرفة الإسلامية، مكتبة الهاشمي، قطر 2020، ص75

⁴ الطيب بولحية، تسويق خدمات البنوك الإسلامية في ظل العولمة المالية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص تسويق، جامعة الجزائر 3، 2013/2014، ص38.

2- تحصيل الأوراق التجارية

تعرف الأوراق التجارية بأنها صكوك ثابتة للتداول، تمثل حقا نقديا، وتستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير، وجرى العرف على قبولها كأداة للوفاء¹ بأنواعها ثلاثة هي:²

أ- **الكمبيالة**: وهي أداة وفاء للديون، بأمر صادر من شخص لآخر بدفع مبلغ من النقود وفي تاريخ معين لصالح شخص ثالث.

ب- **الشيك**: وهو أمر صادر من شخص إلى البنك بدفع مبلغ معين عند الاطلاع أو في تاريخ معين لصالح شخص آخر أو لحامله.

ج- **السند الأذني**: سند يتداول بالمناولة أو سند أذني يتداول بالتظهير ويتم بين اثنان فقط، إذ هو تعهد من شخص بدفع مبلغ إلى شخص آخر في تاريخ معين، وقد يكون لحامله.

تقوم البنوك الإسلامية بتحصيل قيمة الأوراق المختلفة لعملائها الكمبيالات، شيكات، مستندات... مقابل عمولة معينة، وتعتبر البنوك الإسلامية هنا وكيفا بأجر، ولا مانع أن تكون الأجرة في هذه الحالة مقطوعة أو بنسبة من قيمة الورقة، ولا تقوم البنوك الإسلامية بأي حال من الأحوال بشراء هذه الأوراق من العملاء بأقل من قيمتها (خصم الأوراق التجارية) بأي شكل من الأشكال.³

- **التكليف الشرعي**: الملاحظ أن هذه العملية لا تخرج من كونها عملية توكيل بأجر لأنها تمثل في النهاية إنابة أو توكيل لها مقابل والتوكيل شرعا هو إقامة إنسان غيره مقام نفسه في تصرف مملوك له معلوم قابل للإنابة، ويجوز التوكيل في مطالبة الحقوق وإثباتها والمحكمة فيها.

هذا كله فيما لو كانت الورقة التجارية المراد تحصيلها بواسطة البنك موجهة إلى البنك نفسه. ففي هذه الحالة يجوز للبنك أخذ أجرة على عملية التحصيل، لأنه يستحق الأجر سواء تم التحصيل ام لا، لقيامه بالوكالة واتخاذ كافة وسائل التحصيل الممكنة.⁴

ثانيا: بيع وشراء العملات الأجنبية وتأجير الصناديق الحديدية

تعتبر خدمة بيع وشراء العملات الأجنبية وتأجير الصناديق الحديدية من الخدمات التقليدية التي اعتادت البنوك على تقديمها لعملائها بغية كسب ثقتهم الدائمة والبقاء أوفياء لها.

¹ هاشم عبد الرحيم السيد، مرجع سبق ذكره، ص324.

² ناصر الغريب، الأصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، مطابع المنار العربي، القاهرة، مصر، 1996، ص212

³ حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص337.

⁴ هاشم عبد الرحيم السيد، مرجع سبق ذكره، ص325.

1- بيع وشراء العملات الأجنبية

تعد عملية بيع وشراء العملات الأجنبية نوع من البيوع، حيث تقوم البنوك بالاستجابة لرغبة المتعاملين في استبدال عملة بعملة أخرى إما تعاملًا نقديًا يتم فيه دفع وقبض نقدي لصندوق البنك أو تعاملًا بالخصم وبالإضافة للحسابات، وهذه الخدمة يتم تكييفها في إطار عقد الصرف بضوابطه الفقهية، فهي بيع أثمان بعضها البعض، ومن ثم فإنه يشترط التقابض في الحال، ولا يجوز التأخير لاحد البديلين، لأنها تدخل في نطاق الربا المحرم وكما سبق، فإن القيود الدفترية في الحسابات المصرفية تقوم مقام الدفع والقبض الحالي بشرط تحديد السعر في ذلك اليوم وفي الحال، وحسب ما يتفق عليه الطرفان.¹

2- تأجير الصناديق الحديدية

تقوم البنوك الإسلامية بتأجير الصناديق الحديدية أو ما يسمى بصناديق الحفظ الأمين لعملائها مقابل أجرة سنوية محددة لتمكينهم من حفظ مقتنياتهم الثمينة أو وثائقهم الهامة في هذه الصناديق التي لا يمكن ان تفتح إلا بوجود العميل وأحد مسؤولي البنك.² ولكل خزينة مفتاحين أحدهما لدى العميل والآخر لدى إدارة البنك، وتكون الخزائن داخل غرف محصنة للحماية والأمن، ويحق لمندوب البنك الانتظار بعد فتح الخزينة، ولكنه يرتك فرصة للعميل حتى ينتهي ثم يغلقها مع الخزينة. ويتمثل العائد المصرفي في حصولهم على أجر مقابل هذه الخدمة باعتبارها عقد إجارة على الخزينة للانتفاع بها.³

ثالثًا: التحويلات المصرفية

يقصد بها عملية نقل النقود، أو أرصدة الحسابات من حساب إلى حساب آخر أو من بنك إلى آخر، أو من بلد إلى بلد، وكل ما يتبع ذلك من تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية، أو تحويل عملة أجنبية إلى عملة أجنبية أخرى.⁴

تعتبر التحويلات المصرفية من أعمال الوكالة سواء كان التحويل للدخل أو للخارج، أو كانت عمليات التحويل بنفس العملة، ويجوز للبنك أن يتقاضى من المتعامل قيمة مصاريفه الفعلية وأجره، وقد أجاز أن

¹ انظر الى:

- غسان قلعوي، مرجع سبق ذكره، ص 188.

- ناصر الغريب، مرجع سبق ذكره، ص 219.

² نفس المرجع، ص 337

³ مصطفى عبد الله الهمشري، الأعمال المصرفية في الإسلام، ط7، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، 1983، ص 256.

⁴ مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية: المنهج والتطبيق، مطابع غباشي، طنطا، مصر، 1988، ص 279.

يتفاوت الأجر حسب مقدار ما يبذل من جهد في العمليات. أما إذا كانت بعملة أخرى فإنها تشتمل على معاملتين أحدهما عملية صرف نقد بنقد حاضر، وثانيهما عملية وكالة، وكلاهما جائز شرعا ويتم تقاضي أجر على الوكالة، أما الصرف فهو بيع وشراء¹.

الفرع الثاني: التسهيلات البنكية

تتمثل التسهيلات البنكية التي تقدمها البنوك الإسلامية لعملائها في خطابات الضمان والاعتماد المستندي، وفيما يأتي تعريفها وتكييفها الشرعي.

أولا: خطاب الضمان

1- تعريف خطاب الضمان

هو عهد كتابي يتعهد بمقتضاه البنك بكفالة أحد عملائه في حدود مبلغ معين تجاه طرف ثالث بمناسبة التزام ملقى على عاتق العميل المكفول، وذلك ضمانا لوفاء هذا العميل بالتزامه اتجاه ذلك الطرف خلال مدة معينة على أن يدفع البنك المبلغ المضمون عند أول مطالبة خلال سريان الضمان بغض النظر عن معارضة المدين أو موافقته في ذلك الوقت.²

1-1 أقسام خطاب الضمان

يأخذ خطاب الضمان إحدى الصور التالية³:

- أن يكون مغطى بالكامل أن يدفع العميل المبلغ كاملا المصدر خطاب الضمان (البنك)؛
- أن يكون مغطى جزئيا، أي أن يدفع العميل جزءا من قيمة الضمان ويتحمل البنك الباقي؛
- أن يكون غير مغطى بالكامل بأن يتحمل البنك جميع قيمة الضمان.

2- التكييف الشرعي لخطاب الضمان:

خطاب الضمان يكون وكالة إذا كان مغطى تغطية كاملة، ويكيف على انه كفالة ان لم يكن مغطى تماما، اما ان كان مغطى تغطية جزئية فيكيف على انه وكالة فيما عُدِّي وفي نفس الوقت وكالة فيما لم يُعْطِ. جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بعد النظر فيما أعد في ذلك من بحوث ودراسات وبعد المداولات والمناقشات المستفيضة تبين ما يلي:⁴

¹ ناصر الغريب، مرجع سبق ذكره، ص 216.

² نايف بن نهار، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ نفس المرجع السابق، ص 96.

⁴ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم (12/2) قرارات وتوصيات المنبثقة عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورات 2-24، القرارات 1-238، الإصدار الرابع 2019، ص ص 60-61.

- إن خطاب الضمان بنوعيه الابتدائي والانتهاية إما أن يكون بغطاء أو بدون، فإن كان بدون غطاء، فهو ضم ذمة الضامن إلى ذمة غيره فيما يلزم حالاً أو مالا، وهذه هي حقيقة ما يعني في الفقه الإسلامي باسم الضمان أو الكفالة، وإن كان خطاب الضمان بغطاء فالعلاقة بين طالب خطاب الضمان وبين مصدره هي الوكالة، والوكالة تصبح بأجر أو بدونه مع بقاء علاقة الكفالة لصالح المستفيد (المكفول له).
- أن الكفالة هي عقد تبرع يقصد به الإفراق والإحسان، وقد قرر الفقهاء عدم جواز أخذ العوض على الكفالة، لأنه في حالة أداء الكفيل مبلغ الضمان يشبه القرض الذي جر نفعاً على المقرض، وذلك ممنوع شرعاً.

ثانياً: الاعتماد المستندي

التعرف على الاعتماد المستندي وأهم الأطراف المتدخلة فيه وخطوات إتمام عملية الاعتماد المستندي.

1- التعريف بالاعتماد المستندي

يعرف الاعتماد المستندي بأنه تعهد خطي صادر من البنك بناء على طلب عميله (المستورد) يتعهد بموجبه البنك مصدر الاعتماد يدفع مبلغ محدد للمستفيد (المصدر) مقابل تقديمه المستندات المطابقة لشروط فتح الاعتماد خلال مدة الاعتماد¹

1-1 أطراف الاعتماد المستندي

يتكون الاعتماد المستندي من الأطراف التالية:²

- **الطرف الأول:** المشتري/ المستوردة؛ وهو العميل الذي يطلب من البنك فتح الاعتماد المستندي من أجل شراء سلعة من جهة خارجية.

- **الطرف الثاني:** بنك المستورد؛ أي البنك الذي تقدم له العميل وطلب منه فتح الاعتماد، وهو الذي يكون في بلد العميل.

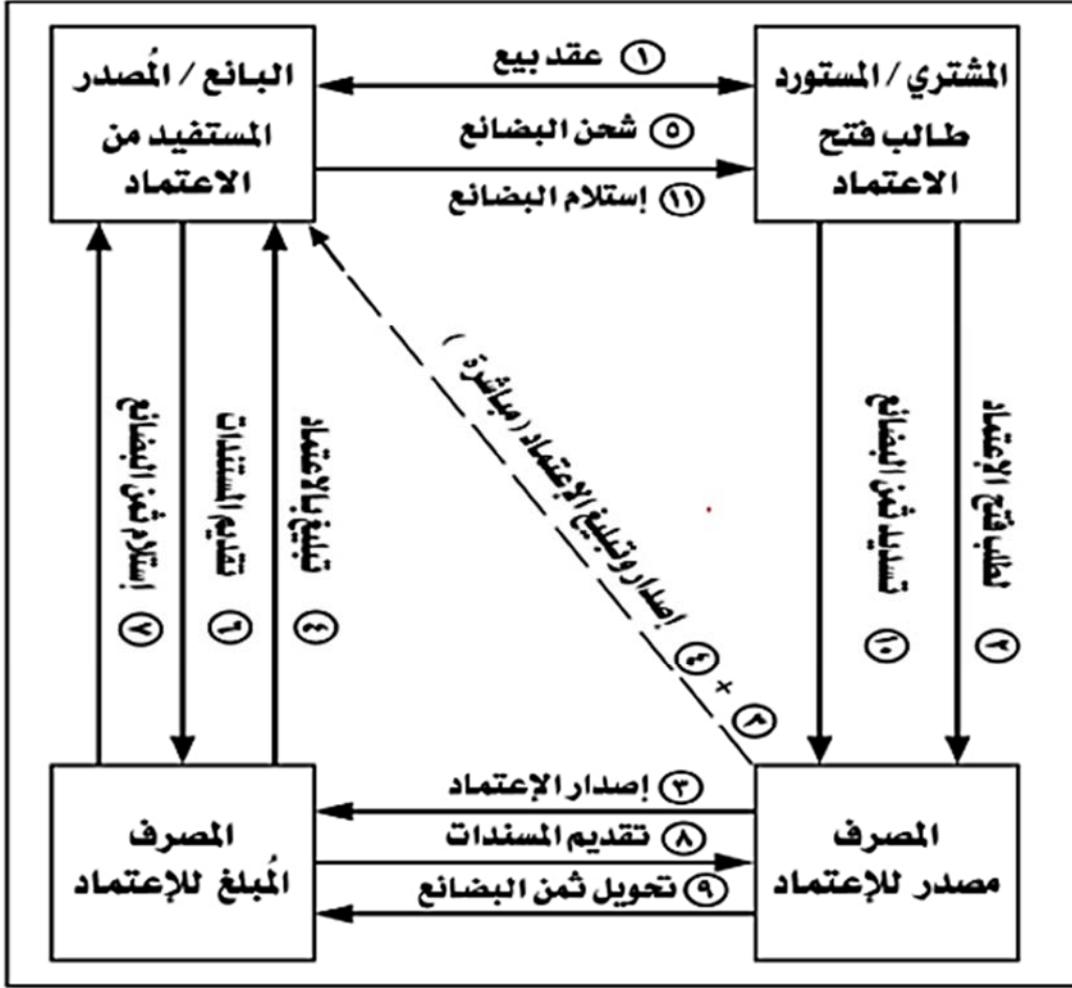
- **الطرف الثالث:** البنك المراسل/ المبلِّغ؛ وهو البنك الذي يكون في البلد التي سيشتري منها العميل السلعة، ويتواصل معه بنك العميل بهدف شراء السلعة.

- **الطرف الرابع:** المستفيد؛ وهو البائع الأصلي للسلعة.

¹ حسين محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص319.

² نايف بن نهار، مرجع سبق ذكره، ص104.

الشكل رقم (04): دورة إجراءات الاعتماد المستندي



Source: Commercial international Bank Egypt (CIB), letter-of-credit-faqs---ar.pdf (cibeg.com). 15/12/2023.

- يتم الاعتماد المستندي وفق الخطوات المتسلسلة التالية:¹
- إبرام عقد استيراد بضاعة مع المصدر الذي يتعين عليه القيام بإرسال هذه البضاعة والمستندات إلى المستورد .
 - طلب المستورد من بنكه فتح اعتماد مستندي، يتعهد البنك في حالة قبول ذلك بتسديد مبلغ الصفقة مقابل استلام مجموع المستندات الدالة على تنفيذ العقد وإرسال البضاعة المتفق عليها.
 - التسديد الفعلي لصالح المصدر وذلك عن طريق البنك الذي يمثله.
 - قيام بنك المصدر بجعل حساب هذا الأخير دائناً.

¹ الطيب بولحية، مرجع سبق ذكره، ص 41.

الفرع الثالث: الخدمات الاجتماعية

تقصد بالخدمات الاجتماعية أو التكافلية هو ذلك الدور الذي تجسده البنوك الإسلامية في خدمة المجتمع، وتعد نظم الخدمات التكافلية التعبير المباشر عن إسلامية ممارسات البنوك الإسلامية، بحيث لا تعتبر الأنشطة التي تؤديها البنوك الإسلامية عملاً هامشياً أو إضافياً لا يدخل في مكونات نموذج البنك الإسلامي، له أن يمارسها أو لا يمارسها، ولكنها جزء لا يتجزأ من مكوناتها، ويكون التخلي عنها أو عدم ممارستها هو نوع من تقليص النموذج الواجب للبنك الإسلامي.

أولاً: القرض الحسن

القرض أمر مشروع ثبت شرعيته بالكتاب والسنة النبوية الشريفة، وعن أنس رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "رأيت ليلة أسري بي على باب الجنة مكتوباً: الصدقة بعشر أمثالها والقرض بثمانية عشر، فقلت يا جبريل ما بال القرض أفضل من الصدقة قال: لأن السائل يسأل وعنده والمستقرض لا يستقرض إلا من حاجة".¹

1- تعريف القرض الحسن اصطلاحاً

عرف الفقهاء، القرض على انه عقد بين طرفين أحدهما المقرض والثاني المقترض يتم بمقتضاه دفع مال مملوك للمقرض الى المقترض على ان يقوم الأخير (المقترض) برده أو رد مثله الى المقترض في الزمان والمكان المتفق عليهما.²

إن نشاط القرض الحسن ليس من النشاطات الرئيسية للبنك الإسلامي وإنما هي خدمة اجتماعية لعملائه المحتاجين والمضطرين ممن لهم سبب موجود ومشروع.

1-1 اقسام القرض الحسن

يمكن تقسيم القروض الحسنة الى قسمين هما:³

أ- قروض اجتماعية: يستخدم هذا النوع لمواجهة حاجات اجتماعية ملحة، مثل حالات المرض، الوفاة، الزواج، التعليم والإسكان.

ب- القروض الإنتاجية: فهي تقدم بغرض معاونة المقترض لكي يتحول إلى طاقة إنتاجية وأن ينتج بما يكفي حاجاته ويحقق فائضاً يسد به القرض، وتوجه هذا النوع عادة إلى صغار الحرفيين والعمال متوسطي المهارات الذين يعملون بأجر لدى الغير من أصحاب الورش والمحلات ويدخل

¹ محمود حمودة ومصطفى حسين، أضواء على النظام المالي الإسلامي، ط2، مؤسسة، الوراق، الأردن، 1999، ص58

² محمود حمودة ومصطفى حسين، مرجع سبق ذكره، ص55.

³ ناصر الغريب، مرجع سبق ذكره، ص91

- تعمل الزكاة على تقليل انسياب الأموال للادخار وتحويلها إلى الاستهلاك. وبالتالي يتضح دور الزكاة في زيادة الإنتاج والاستثمار وإعادة توزيع الدخل بين الناس جميعا.

المطلب الثاني: مصادر الأموال في البنوك الإسلامية

تنقسم مصادر الأموال في البنوك الإسلامية إلى مصدرين، أحدهما داخلي والآخر خارجي.

الفرع الأول: المصادر الداخلية

تتمثل المصادر الداخلية للأموال في البنوك الإسلامية في:

1- رأس المال: يُعرّف رأس المال في البنوك الإسلامية على أنه: "مجموع قيمة الأموال التي يحصل عليها البنك من أصحاب المشروع، عند بدء تكوينه، وأية إضافات أو تخفيضات تحدث في فترات تالية، سواء كانت نقدية أو عينية"¹. ويُشترط في رأس المال أن يكون مدفوعا بالكامل دون أن تكون هناك حصص مستحقة في ذمة أصحابها، على عكس ما هو متعارف عليه بالنسبة للبنوك التقليدية أين يُمكن لرأس المال المدفوع أن يكون أقل من رأس المال المصرح به، على أن يبقى ذلك الجزء دينا على بعض الشركاء².

ويتكون رأس المال المدفوع من حسابين:³

أ- رأس المال الأساسي: يتمثل في القيمة الإسمية للأسهم التي يتم الاكتتاب فيها ودفعها، حيث يتم ذكر رأس المال المدفوع من جانب المساهمين حتى إذا تم تحصيل كامل قيمة السهم فإنه يذكر فقط بقيمته الإسمية؛

ب- رأس المال الإضافي: يعتبر هذا الأخير أحد حسابات حقوق الملكية، حيث يتضمن قيمة الزيادة المحصلة من حملة الأسهم عن القيمة الإسمية للسهم وهذا في حالة إصدار أسهم جديدة إضافية، ويذكر رأس المال الأساسي فقط بالقيمة الإسمية للسهم، والفرق يقيد في بند رأس المال الإضافي، ويطلق عليه اسم (رأس المال المدفوع بالزيادة) وكذلك علاوة إصدار أسهم.

2- احتياطات: هي كل مبلغ يُحتجز من الأرباح الصافية لغير الأغراض التي يكون من أجلها المخصص، وذلك لمقابلة أغراض أو تحقيق أهداف معينة، وتُعد الاحتياطات مصدر من مصادر التمويل الذاتي

¹ عبد الرزاق رحيم جدي الهيتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، الأردن، 1998، ص 237.

² عابد فضل الشعراوي، المصارف الإسلامية: دراسة علمية فقهية للممارسات العملية، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 2007، ص 112.

³ عبد الحليم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، الطبعة الأولى، مجموعة دار الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، حماة، سوريا، 2013، ص 361.

أو الداخلي للبنك وهي تأخذ نفس الطبيعة الرأسمالية من حيث أهميتها في ضمان حقوق المودعين لدى البنك، وتنقسم إلى نوعين:¹

أ- الاحتياطي القانوني: هو عبارة عن نسبة معينة من الودائع يفرضها القانون، وتطبق على كافة البنوك كوسيلة لحماية المودعين، ويستخدم الاحتياطي القانوني كأداة من أدوات السياسة النقدية التي يتحكم من خلالها البنك المركزي بالكتلة النقدية للمصارف.

ب- الاحتياطي الخاص (الاختياري): يفرضه البنك على نفسه، دون قوة القانون (غير اجباري)، ويُقتطع من الأرباح السنوية لتعزيز رأس المال البنك، وتختلف نسبته سنويا حسب قرار الهيئة العامة لمساهمي البنك، والذي يأخذ في عين الاعتبار مقدار الأرباح المحققة والسياسة العامة للبنك والوضع الاقتصادي بشكل عام.

3- الأرباح المحتجزة (المرحلة): يعين النظام الأساسي للبنك الإسلامي، ووفق اقتراح مجلس إدارته في نهاية السنة المالية وبعد التصديق من جمعيته العمومية بالموافقة مقدار الأرباح التي يتم تحويلها للأعوام التالية ويمكن للبنك إضافتها للاحتياطي العام أو زيادتها لرأسمال البنك بهدف دعم مركزه المالي في حالة حدوث ظروف اطارئة، وبما أن الأرباح المحققة في البنوك الإسلامية لسنة ما تشمل أرباح المساهمين وكذلك أرباح المودعين (خاصة أصحاب الودائع الاستثمارية) فإنه في هذه الحالة يجب احتجاز أرباح المساهمين في البنك فقط وذلك بعد توزيع الأرباح الخاصة بأصحاب الاستثمار لارتباطهم بمدة معينة (مدة استثمار أموالهم فقط) مع البنك الإسلامي، وتعد هذه الأرباح غير الموزعة موردا ذاتيا من موارد البنك الإسلامي تستخدم في توسيع نشاط البنك وتمويل استثمارات جديدة، مما يعطي للبنك قوة لمنافسة البنوك الأخرى.²

4- المخصصات: يعرف المخصص بأنه أي مبلغ يخصم أو يحتجز من أجل استهلاك أو تحديد أو مقابلة النقص في قيمة الأصول أو من أجل مقابلة التزامات معلومة لا يمكن تحديد قيمتها بدقة تامة، والمخصص عبء يجب تحميله على الإيراد بغض النظر عن نتيجة نشاط البنك سواء تحققت أرباح أو لم تتحقق، وترتبط فكرة تكوين المخصصات بإظهار المركز المالي في صورة عادلة وقريبة من الحقيقة، وتكوين المخصصات لا يتم فقط لمواجهة ما يتوقع من تدهور في نسبة توظيف واستثمارات البنك، بل يمتد أيضا لمواجهة أخطار البنك للوفاء بالالتزامات نيابة عن عملائه تجاه الآخرين مثل خطابات

¹ الطيب مبروكي، المخصصات والاحتياطات في البنوك الإسلامية من منظور فقهي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2012، ص 80.

² عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، مرجع سبق ذكره، ص 116.

الضمان وبعض أنواع الاعتمادات وغيرها من الالتزامات،¹ ونفرق هنا بين نوعين من المخصصات وهما مخصصات استهلاك الأصول، ومخصص مقابلة النقص في قيمة الأصول مثل: مخصص الديون المشكوك فيها ومخصص هبوط الأوراق المالية، وتمثل المخصصات مصدرًا من مصادر التمويل الذاتي للبنوك الإسلامية وذلك خلال الفترة من تكوين المخصص حتى الفترة التي يستخدم فيها في الغرض الذي أنشأ من أجله وخاصة المخصصات ذات الصفة التمويلية مثل مخصص استهلاك الأصول الثابتة، ويجب أن يؤخذ في الاعتبار استثمار تلك المخصصات في الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل.²

5- مصادر أخرى: هناك موارد أخرى تتاح للبنوك الإسلامية مثل القروض الحسنة من المساهمين والتأمين المدوع من قبل العملاء كغطاء اعتماد مستندي أو غطاء خطابات الضمان، وقيمة تأمين الخزائن الحديدية المؤجرة³. قد تم التطرق إليها سابقا في المطلب الأول ضمن الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية.

الفرع الثاني: المصادر الخارجية

تشتمل المصادر الخارجية للأموال في البنوك الإسلامية على الودائع بمختلف أنواعها:

أولاً: الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية)

تعرف الحسابات الجارية على أنها: "حسابات تُعطي لأصحابها الحق في الإيداع فيها والسحب منها بموجب شيكات أو أوامر بالدفع، وذلك دون مشاركة منهم في الأرباح أو الخسائر التي يُحققها البنك"، وتنقسم الحسابات الجارية إلى نوعين⁴:

1- حسابات جارية دائنة: يُعتبر الحساب الجاري دائناً عندما يودع عملاء البنك أموالهم ويلتزمون بالسحب في حدود ودائعهم، وإذا تم سحب هذه الودائع بالكامل أُغلق الحساب؛

2- حسابات جارية مدينة: تتحقق هذه الحالة عند سماح البنك بالسحب على المكشوف تبعاً للاتفاق بينه وبين العميل.

¹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، ط1. دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن: 2011، ص38-39.

² محمد جمال شبانة، الية توزيع الأرباح في المصارف الإسلامية الفلسطينية-دراسة حالة البنك الوطني الإسلامي، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016، ص56.

³ نفس المرجع السابق، ص56.

⁴ عبد الحليم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، مذكرة ماجستير منشورة، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013، ص267-268.

وتعد الأرباح المتحققة عن طريق تشغيل هذه الأموال من حق المساهمين وليس من حق أصحاب الودائع نظرا لأن البنك ضامن لرد هذه الودائع ولا يتحمل المتعامل أي مخاطر نتيجة لتشغيل واستثمار تلك الأموال وذلك تطبيقا للقاعدة الشرعية الخراج بالضمان، وتتساوى هذه الودائع أو كما يُسميها البعض حساب القروض الحسنة في البنوك الإسلامية مع وضعيتها في البنوك الربوية، من حيث إبرام عقد الإيداع وشكله وكيفية السحب والضمان الكامل لمبالغها بقيمتها الاسمية، غير أن البنوك الإسلامية لا تعطي عنها أية عوائد أو أرباح.

ثانيا: الودائع الادخارية (حسابات التوفير)

هي حسابات يقوم أصحابها بفتحها لحفظ الأموال الزائدة على استهلاكهم الحالي وذلك بغرض ادخارها أو توفيرها لظروف مقبلة، ويُسمح في العادة بالسحب منها في أي وقت مع ضمان ردها كاملة. وهي تنقسم إلى قسمين وهما:

- 1- حساب الادخار مع التفويض بالاستثمار: ويستحق هذا الحساب نصيبا من الربح ويحسب العائد من الربح أو الخسارة على أقل رصيد شهري، ويحق للمتعامل الإيداع أو السحب في أي وقت يشاء؛
- 2- حساب الادخار دون التفويض بالاستثمار: يُشبه الحساب الجاري لأن هذا النوع لا يستحق ربحا.

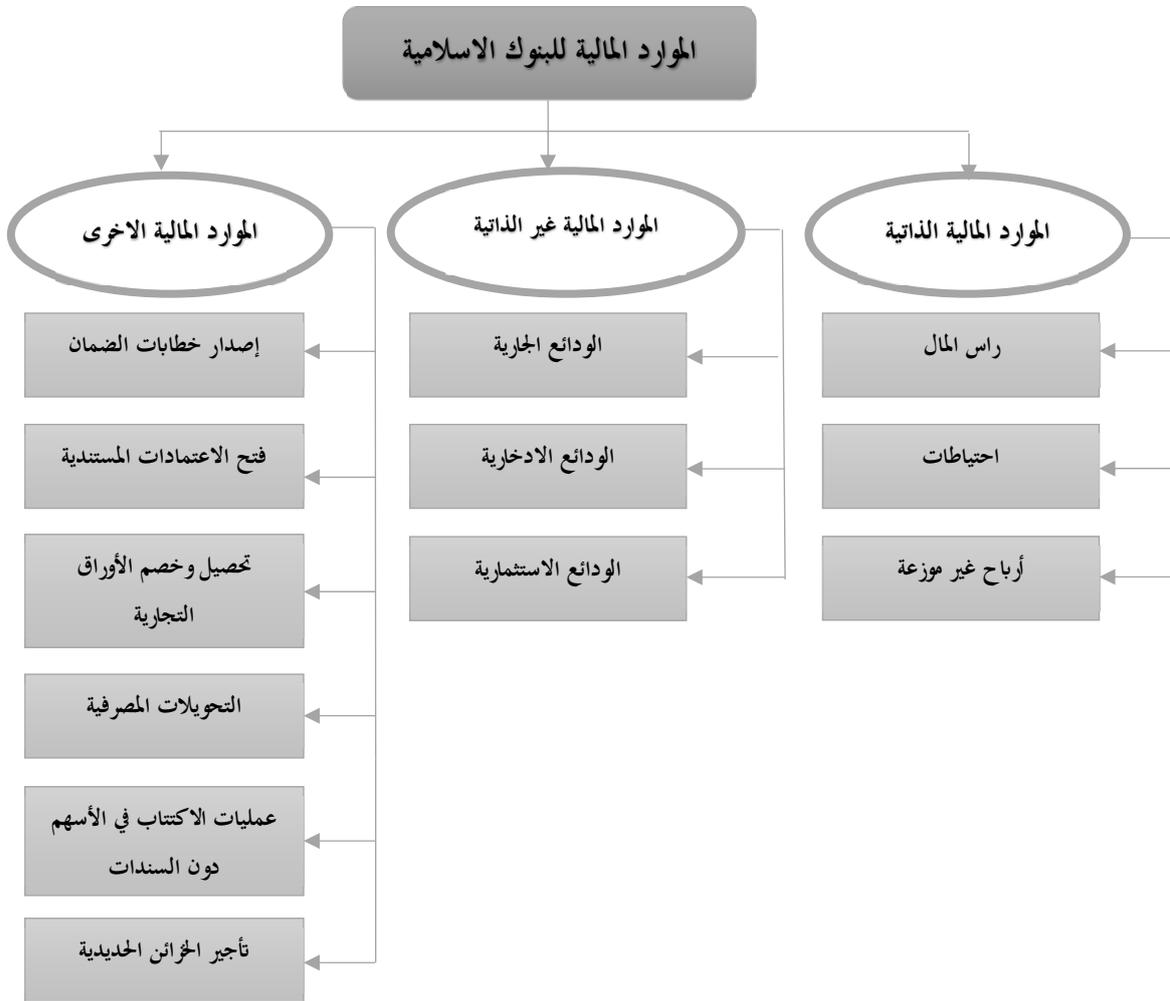
ثالثا: ودائع الاستثمارية (حسابات الاستثمار)

وهي الأموال التي يودعها أصحابها لدى البنوك الإسلامية بغرض الحصول على عائد، نتيجة قيام البنك الإسلامي باستثمار تلك الأموال، وتخضع هذه الأموال للقاعدة الشرعية "الغنم بالغرم"، وتأخذ ودائع الاستثمار صورة عقد مضاربة بين المودعين وبين البنوك الإسلامية، تقوم البنوك بموجبه باستثمار هذه الأموال مقابل نسبة من الربح تحصل عليها، ويجب أن تُحدد هذه النسبة مقدما في العقد، وهي حصة شائعة في الربح غير محددة بمبلغ معين، وتعد هذه النسبة عائد العمل للبنك كمضارب في الأموال وتنقسم ودائع الاستثمار إلى نوعين:

- 1- الإيداع مع التفويض: بمعنى أن يكون للبنك الحق في استثمار المبلغ المودع في أي مشروع من مشروعات البنك محليا أو خارجيا، وهذا النوع يكون لأجل مختلفة وقابلة للتجديد، وهذا النوع من الإيداع مُطبق في بعض البنوك الإسلامية ويقوم على أساس عقد المضاربة المطلقة، وقد ألزمت بعض البنوك الإسلامية المودع (المضارب) ألا يسحب الوديعة أو جزءا منها إلا بعد انقضاء المدة المحددة للوديعة، وإلا فقد العائد عن الجزء المسحوب من الوديعة.

2- الإيداع بدون تفويض: بمعنى أن يختار المودع مشروعاً من مشروعات البنك الإسلامي ويستثمر فيه أمواله، وله أن يحدد مدة الوديعة أو لا يحددها، وهذا النوع من الإيداع مطبق في بعض البنوك الإسلامية حيث يقوم على أساس عقد المضاربة المقيدة، ويجب في كلا النوعين من الودائع أن تحدد نسبة الربح مقدماً في عقد المضاربة (مطلقة/مقيدة)، لأن ذلك هو ما تقتضيه أحكام المضاربة وإلا فسد العقد لجهالة الربح.

الشكل رقم (05): تقسيمات المصادر المالية للبنوك الإسلامية



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على ميلود بن مسعودة، معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، رسالة ماجستير، في الاقتصاد الإسلامي، جامعة باتنة، 2008/2007، ص31.

المطلب الثالث: استخدامات الأموال في البنوك الإسلامية

نظرا لطبيعة عمل البنوك الإسلامية اي لا تتعامل بالفائدة أخدا وعطاء، فإن عملية منح القروض أو خصم الكمبيالات بالفائدة لا تظهر ضمن أعمال البنوك الإسلامية، أما الأنشطة الأخرى التي تمارسها البنوك التقليدية والتي لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية ولا تحتوي على فائدة فيمكن للبنوك الإسلامية أن تمارسها، تتمثل أهم استخدامات الأموال في البنوك الإسلامية في صيغ التمويل والاستثمار المعروفة في الفقه الإسلامي، وهي: المشاركة، المضاربة، المزارعة، المغارسة، المساقاة، المراجحة، السلم، الإستصناع، الإجارة... ويمكن تقسيم استخدامات وتوظيفات الأموال في البنك الإسلامية الى صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة في عائد الاستثمار وتتمثل في (المضاربة، المشاركة، المزارعة، المساقات)؛ وإلى صيغ التمويل القائمة على المديونية وتتمثل في (المراجحة، السلم، الإستصناع، الإجارة، القرض الحسن)، وسوف يتم التطرق إلى هذه الصيغ بنوع من التفصيل في المبحث الثالث من الفصل الأول. من خلال ما يلي، إلا أنه يجب الإشارة إلى ان البنوك الإسلامية لا تطبق جميع هذه الصيغ بل معظمها.

المبحث الثالث: صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة في البنوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية

تمهيد:

تعتمد البنوك الإسلامية عند قيامها بنشاطاتها المتعلقة بالتمويل والاستثمار على صيغ وأدوات تمويلية تتوافق مع أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، وقصد الإحاطة بجميع جوانب هذه الصيغ سيتم تقسيمها إلى ثلاث أقسام وهي: صيغ التمويل القائمة على المشاركات، صيغ التمويل القائمة على البيوع، صيغ التمويل القائمة على الاستثمار الزراعي، كما سيتم توضيح في هذا المبحث الأهمية الاقتصادية لكل صيغة من هذه الصيغ.

المطلب الأول: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة

تلعب صيغ التمويل بالمشاركات دوراً فعالاً في المصارف الإسلامية، بحيث يتعلق الأمر بكافة العقود التي تتضمن التشارك في الربح والخسارة، ومن بين هذه العقود نجد عقد المشاركة والمضاربة.

الفرع الأول: صيغة المشاركة

أولاً: تعريف المشاركة ومشروعيتها

1- تعريف المشاركة: هي أن يتعاقد اثنان فأكثر على إنشاء عمل أو مشروع تجاري أو صناعي أو زراعي، بقصد تحقيق الأرباح.¹ كما تعرف أيضاً بأنها شبيهة بالمشروع المشترك حيث تعتبر اتفاقية يقيم فيها طرفان (أو أكثر) شراكة للمساهمة في قيادة الأعمال ورأس المال. يجمع الطرفان مواردهما المالية من أجل الاستثمار في مشروع وإدارته. فهي مناسبة لتمويل المشاريع على المدى الطويل وتلتزم بالمبدأ الإسلامي لتقاسم الربح والخسارة.² أي يتم تقاسم الأرباح بنسب متفق عليها مسبقاً ولكن يتم تحمل الخسائر بما يتناسب مع المشاركة في رأس المال، ومن ثم فهو يعتبر أنقى أشكال التمويل الإسلامي.³

1-1 مشروعيتها: المشاركة تستمد شرعيتها من الكتاب والسنة والإجماع، والدليل من القرآن الكريم قوله تعالى " فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ " ⁴ . وأما الدليل من السنة النبوية فهو الحديث الذي رواه أبو هريرة رضي الله عنه، عن النبي صلى الله عليه وسلم: " أن الله يقول أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما

¹ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 431.

² The Substance and Form of Islamic Finance Instruments: An Accounting Perspective. p07.

³ TAREK S. ZAHER, M. KABIR HASSAN, A Comparative Literature Survey of Islamic Finance and Banking. 2001, P165.

⁴ سورة النساء الآية 12

صاحبه فإن خان أحدكما صاحبه، خرجت من بينهما " متفق عليه.¹ أما الإجماع فهو ما اجمع عليه المسلمون على صحة وجواز المشاركة وما ساروا عليه منذ أيام الرسول صلى الله عليه وسلم حتى الآن دون إنكار من العلماء.²

ثانياً: أنواع المشاركة وشروطها

1- أنواع المشاركة: تأخذ المشاركة في البنوك الإسلامية عدة طرق، تنفذها بحسب الصيغة التي تحكم العقد وتتمثل في:

1-1 المشاركة الدائمة: تعني المشاركة الدائمة، قيام البنك الإسلامي بالمساهمة في راس المال للاحد المشاريع الإنتاجية او الخدمية مما يترتب عليه ان يكون البنك شريكا في ملكية المشروع ومن ثم في إدارته والإشراف عليه، دون أن يتم تحديد أجل معين لانتهاء هذه الشركة، فيتحصل بذلك كل واحد من الشركاء نصيبه من الأرباح بحسب الاتفاق المسبق، اما في حالة الخسارة، فتوزع هذه الخسارة كل بحسب مساهمته في راس المال.³

1-2 المشاركة المؤقتة: وهي اشتراك البنك الإسلامي في مشروع معين مع أحد عملائه بغرض تحقيق الربح على أن يتم إنهاء مشاركة البنك الإسلامي في أجل محدد مستقبلاً، وتنقسم إلى:

أ- المشاركة في تمويل صفقة معينة: بالنسبة لهذا النوع من المشاركة يساهم البنك الإسلامي في تمويل عمليات تجارية أو استثمارية مستقلة عن بعضها البعض مع أحد عملائه، وعادة ما تكون هذه المشاركة في الأجل القصير وتنتهي الشركة بتصفية الصفقة، وهذا بعد القيام بتخصيص جزء من الأرباح للعميل نظير إدارته للعملية.⁴

وتحديداً في هذا النوع من المشاركة يطلب البنك مساهمة مالية من العميل تتراوح بين 25 % إلى 40 % تبعاً لنوع العملية، يتم توزيع الأرباح بين الطرفين كل حسب مساهمته في رأسمال الصفقة، حيث تعود أهمية هذا النوع بالنسبة للبنك إلى سرعة تصفية العمليات التجارية مما يؤدي إلى سرعة دوران رأس مال البنك، ومن ثم زيادة العائد، إضافة إلى توزيع المخاطر بين البنك وعملائه.⁵

¹ غدير احمد خليل، العوامل المؤثرة على طلب التمويل ومنحه في البنوك الإسلامية دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني (1985-2005)، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، جامعة آل البيت، الاردن، 2007، ص 50.

² جمال العسالي، سويسبي طه عبد الرحمن، البنوك الإسلامية: قراءة في المبادئ والاسس وأساليب التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 262

³ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية اداءها المالي واثارها في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 49

⁴ مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 192

⁵ جمال العسالي، سويسبي طه عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 262

ب- المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك): ان المشاركة المتناقصة شكل من أشكال الشراكة التي يقوم فيها أحد الشركاء بشراء حصة الشريك الآخر بشكل تدريجي حتى نهاية الفترة المتفق عليها ويتم نقل الملكية بالكامل لهذا الأخير¹، ويطلق على هذا النوع من المشاركة اسم المشاركة المتناقصة وذلك من وجهة نظر العميل لأن ملكية المشروع تؤول إلى العميل بعد تسديده لكامل حصة البنك الإسلامي، ويطلق على هذا النوع أيضا اسم المشاركة المنتهية بالتمليك من وجهة نظر البنك الإسلامي لأن مشاركته في رأسمال الشركة تتناقص كلما استرد جزءا من حصته،² ومن صور المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك³:

- الصورة الأولى: اتفاق البنك مع الشريك على أن تكون المشاركة في التمويل الكلي أو الجزئي لمشروع ذي دخل متوقع وذلك على أساس أن يتفق البنك مع الشريك الآخر لحصول البنك على حصة نسبية من صافي الدخل المحقق فعلا كما له حق بالاحتفاظ بالجزء المتبقي من الإيراد أو أي قدر منه يتفق عليه ليكون ذلك الجزء مخصصا لتسديد أصل ما قدمه البنك من تمويل، وتؤول الملكية له وحده عندما يقوم الشريك بتسديد ذلك التمويل.

- الصورة الثانية: وفق هذه الصيغة يكون للشريك حرية كاملة في التصرف ببيع حصته لشريكه أو لغيره بناء على الاتفاق القائم بين البنك والشريك على أن يكون إحلال هذا الشريك محل البنك بعقد مستقل تماما يتم بعد إتمام التعاقد الخاص بعملية المشاركة.

- الصورة الثالثة: يحدد نصيب كل شريك على شكل حصص أو أسهم ويكون له فيها قيمة معينة ويمثل مجموعها إجمالي قيمة المشروع أو العملية، وإذا أراد الشريك أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للمصرف عددا معيناً لسنة بحيث تتناقص أسهم المصرف بمقدار ما تزيد أسهم الشريك إلى أن يمتلك كامل الأسهم فتصبح ملكيته كاملة.

¹ Muhammad Iman Sastra Mihajat, The Comparison between Musharakah Mutanaqishah and conventional leasing structures, Which One is better?, Journal of Islamic Banking and Finance, Volume 33, Number 1, American Research Institute for Policy Development, Jan-March 2016, p61.

² فادي محمد الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص124

³ عبد الكريم قندوز، عقود التمويل الإسلامي دراسة حالة، صندوق النقد العربي، 2019، ص112

2- شروط المشاركة

لصحة عقد المشاركة يلزم توفر بعض من الشروط الخاصة إضافة إلى الشروط العامة المتعلقة بالعقد، وإن كان الفقهاء قد اتفقوا حول بعضها واختلفوا حول البعض الآخر، يمكن تقسيم شروط المشاركة إلى ثلاث مجموعات وهي¹:

2-1 الشروط المتعلقة برأس المال:

- أن يكون رأس المال من النقود، ولقد أجاز فقهاء المالكية والحنابلة أن يكون من العروض كالبضائع والعقارات شريطة تقويمها بالنقود الجارية وقت المشاركة، كما يجوز اشتراك أحد الشركاء بشيء معنوي له صبغة مالية كبراءة الاختراع أو الاسم التجاري أو العلامة التجارية،² وهذا رأي الكثير من الفقهاء المعاصرين؛
- أن يتم تقديم رأس المال من كلا الطرفين وبمخصص متفاوتة ولا يشترط فيه التساوي بينهما؛
- أن يكون رأس المال معلوما وموجودا يمكن التصرف فيه ولا يجوز أن يكون دينا في ذمة أحد الشركاء؛

2-2 الشروط المتعلقة بالربح والخسارة:

- تحديد نسب توزيع الربح بين الشركاء ولا يشترط تناسبها مع نسبة المساهمة في رأس المال؛ أن يكون الربح نسبة شائعة من جملة الربح فإن عينه أحدهم أو جعل من نصيبه شيئا بطلت الشركة؛
- أن يكون الربح معلوم المقدار ولا يشترط تناسبها مع نسبة المساهمة في رأس المال وتكون بنسبة شائعة من جملة الربح وجهالته تبطل وتفسد الشركة؛
- يتم توزيع الخسائر بحسب حصة كل شريك في رأس المال، ولا يجوز الاتفاق على غير ذلك.

2-3 الشروط المتعلقة بالشركاء

- أن تكون يد كل شريك يد أمانة على أموال الشركة فلا يضمن إلا في حالات التقصير، وإذا كانت الخسارة بسبب تعدي أو تقصير من أحد الأطراف فيتحملها لوحده.
- أن يتمتع كل شريك بأهلية التوكيل والتوكل أي اصيلا في عمله للشركة باعتباره أنه يعمل في ماله، ووكيلا في آن واحد باعتبار انه لا يعمل ما له فحسب بل مخلوطا بمال غيره.

¹ انظر الى:

- مصطفى كمال السيد طابيل، مرجع سبق ذكره، ص ص 191-192

- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية، مرجع سبق ذكره، ص ص 167-168

² عبد الحميد محمود البعلبي، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مكتبة وهبة، القاهرة، ط1، 1990، ص126.

وفي الأخير يحق لكل شريك أن يفسخ العقد مع عدم الإضرار بالشريك الآخر، بمعنى ان عقد المشاركة عقد جائز غير لازم، فإن ترتب على الفسخ ضرر مُنع الفسخ حتى يزول المانع تماشياً مع القاعدة الشرعية "لا ضرر ولا ضرار". كما تنتهي الشركة بجنون أحد الشريكين أو موته، أو بانتهاء الأجل المحدد للشركة.

ثالثاً: الأهمية الاقتصادية والاجتماعية لصيغة المشاركة

يترتب عن استخدام البنوك الإسلامية لصيغة التمويل بالمشاركة منافع عديدة من بينها ما يلي¹:

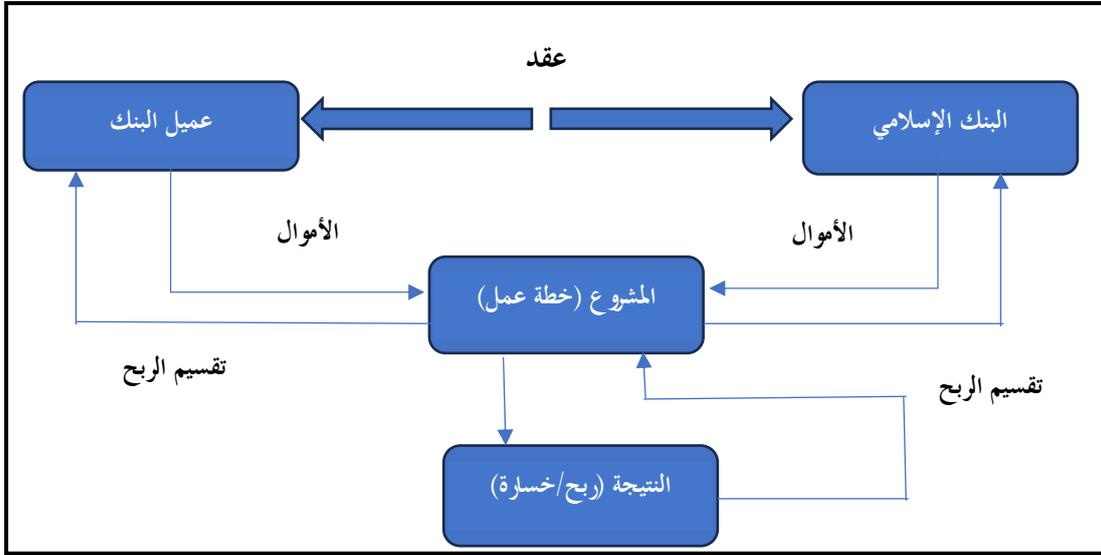
- 1- تسهم في تحرير الموارد المالية المكتنزة التي يرفض أصحابها التعامل مع البنوك التقليدية، وذلك بإعطاء فرص جديدة وملائمة لتمويل المشروعات في المدى المتوسط والطويل للمستثمرين بعيداً عن مشكلات القروض وما يتبعها من مشاكل سعر الفائدة والضمانات وتأخير السداد كما تقوم به البنوك التقليدية.
- 2- نقل الخبرات والاستفادة منها بين البنك والشركاء إضافة إلى تحقيق الأرباح وتقوية القدرات المالية لكل منها، في توجيه رؤوس الأموال إلى المجالات الاستثمارية المهمة لأن الشريكين العميل والبنك الإسلامي سيقومان بتسخير كل جهودهما من أجل اختيار ودراسة المشاريع التي تحقق أكبر ربح ومنفعة.
- 3- تسهم في زيادة عدد المشاريع الإنتاجية والخدمية، فمن شأن صيغة المشاركة المنتهية بالتملك التي توفرها البنوك الإسلامية لعملائها أن تشجع فئات واسعة من الشباب على إقامة مشاريعهم.
- 4- تسهم في الحد من التضخم، فعادة ما يكون سبب ارتفاع أسعار السلع المنتجة هو تحمل المنتج لتكاليف إضافية من بينها تكاليف الاقتراض بفائدة.
- 5- توزيع المسؤولية والمخاطر توزيعاً عادلاً بين البنك والشركاء.

¹ انظر الى:

- ميلود بن مسعودة، معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، 2008، ص44.

- عبد الغني مخلوق، الصيرفة الإسلامية كبديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة تجارب بعض الدول، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص تسيير مالي، جامعة المدية، 2021، ص27

الشكل رقم (06): مخطط صفقة المشاركة (المشاركة)



Source: Nikonova Tatiana, Kokh Igor, Safina Liliya, Principles and instruments of Islamic financial institutions, International Conference on Applied Economics, ICOAE 2015, 2-4 July 2015, Kazan, Russia, p482.

الفرع الثاني: صيغة المضاربة

أولاً: تعريف المضاربة ومشروعيتها

1- تعريف المضاربة: تسمى المضاربة أيضاً المقارضة أو القراض، قال أبو الحسن الماوردي: "اعلم أن القراض والمضاربة اسمان لمسمى واحد، فالقراض لغة أهل الحجاز والمضاربة لغة أهل العراق". أما اصطلاحاً: يعرف ابن رشد المضاربة بما يلي: "أن يعطي الرجل الرجل المال على أن يتجر به على جزء معلوم يأخذه العامل من ربح المال أي جزء كان مما يتفقان عليه ثلثاً أو ربعاً أو نصفاً"¹ فالمضاربة هي شكل من أشكال الشراكة التي يوفر فيها المستثمر (رب المال) 100% من رأس المال المطلوب للمشروع، بينما يدير رائد الأعمال (المضارب) الاستثمار باستخدام خبرته. يتم توزيع أرباح الاستثمار على أساس نسبة المشاركة في الأرباح المتفق عليها مسبقاً، ولكن الخسائر يتحملها مزود الأموال باستثناء حالات الإهمال الحقيقية من قبل المضارب.²

والمضاربة أيضاً: "اتفاق بين طرفين، يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، من النصف أو الثلث أو

¹ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، ط1، جمعية التزات، غرداية الجزائر، 2002، ص79.

² Rashidah Abdul Rahman, Fauziah Hanim Tafri, Yaseen AlJanadi, INSTRUMENTS AND RISKS IN ISLAMIC FINANCIAL INSTITUTIONS, Malaysian Accounting Review, Special Issue Vol. 9, No. 2, 11-21, 2010, p14.

الربح... إلخ. وإذا لم تريح الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله وضاع على المضارب كده وجهده، لأن الشركة بينهما في الربح، أما إذا خسرت الشركة فإنها تكون على صاحب المال وحده ولا يتحمل عامل المضاربة شيئاً منها مقابل ضياع جهده وعمله. إذ ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله ثم يطالب بمشاركة رب المال فيما ضاع من ماله مادام ذلك لم يكن عن تقصير وإهمال.¹

2- مشروعية المضاربة: لقد شرعت المضاربة بالكتاب والسنة والإجماع ففي الكتاب قوله تعالى: "وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ"²، المضاربة فيها انتشار في الأرض وسعي لطلب الرزق، فكانت داخلة تحت عموم هذه الآية. أما السنة فقد اخرج ابن ماجة عن صهيب رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: " ثلاثا فيهن البركة: البيع لأجل أو المقرضة، وخلط البر بالشعير للبيت لا للبيع". فالواضح من الحديث شرعية المضاربة بل والتشجيع عليها لما فيها من بركة.

كما قام الرسول صلى الله عليه وسلم بالخروج للشام مضاربا بمال خديجة بنت خويلد رضي الله عنها، كما أجمع أهل العلم على جواز المضاربة.

ثانياً: أنواع المضاربة وشروطها

1- أنواع المضاربة

يمكن تقسيم المضاربة من حيث الشروط إلى:

1-1 المضاربة المقيدة: هي التي يتضمن عقدها شروطا يضعها البنك (رب المال) على العميل (المضارب)³ تقيد حرية المضارب في التصرف، بحيث أنها تتعلق بنوع النشاط الاستثماري، كأن يشترط عليه رب المال أن يشتغل في سلع معينة، أو تنتمي إلى قطاع معين، أو في مكان محدد، أو ان لا يتعامل إلا مع شخص بذاته⁴، بشرط ألا تفسد هذه القيود صيغة العقد.

¹ حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط 3، 2000، ص 19.

² القرآن الكريم، سورة المزمل، الآية: 20

³ صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل الأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص: 403

⁴ عائشة ماضي، مرجع سبق ذكره، ص 304-305

1-2 المضاربة المطلقة: وهي المضاربة التي يمنح فيها رب المال المضارب كامل الحرية بالتصرف في المال في إطار الشريعة الإسلامية¹، لا يرد في عقدها أي شرط يحد من سلطة المضارب في العمل سواء من حيث نوعيته أو مكانه أو الأشخاص الذين سيتم التعامل معهم بل يبقى مطلق الحرية في التصرف.²

2- شروط صيغة المضاربة

- يتطلب التمويل بالمضاربة مجموعة من الضوابط والشروط نوجزها فيما يلي:³
- أن يكون رأسمال المضاربة عينا لا دينا ومن النقود، ومعلوم المقدار والصفة؛
 - ليس للمضارب ربح حتى يستوفي رأس المال، بمعنى آخر لا ربح في المضاربة إلى بعد سلامة رأس المال؛
 - أن يعطى المضارب حرية التصرف في الأموال الخاصة بالمضاربة، بحيث لا يمكن لرب المال أن يتدخل في أعمال المضارب ولكن يمكنه المراقبة؛⁴
 - أن يكون الربح معلوما بنسبة معينة لكل من المضارب ورب المال وليس محددًا بمبلغ ثابت ولا يجوز اختصاص أحد المتعاقدين بالربح؛
 - يجب أن يتم تحديد نصيب كل من المضارب ورب المال من الربح عند التعاقد على أن يكون حصة شائعة في الربح وليس مبلغًا مقطوعًا؛⁵
 - عدم خلط مال المضاربة بمال العامل، فإن فعل ذلك ولم يتميز المال ضمنه.

ثالثا: الأهمية الاقتصادية والاجتماعية لصيغة المضاربة

تؤدي صيغة المضاربة دورا مهما في الجانب الاقتصادي والاجتماعي من خلال ما يلي⁶:

¹ جمال العسالي، سويسي طه عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 262

² عائشة مالقي، مرجع سبق ذكره، ص 304-305

³ حسين الأمين، عابد فضل الشعراوي، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، أصول الفقه، ط3، 2000، ص 250-251

⁴ رفيق يونس المصري، النظام المصرفي الإسلامي، دار المكتبي للنشر والطباعة، دمشق، سوريا، 2009، ص 26.

⁵ محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية، الأسس النظرية والتطبيقات العملية، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 58.

⁶ انظر:

- عبد الغني محلق، الصيرفة الإسلامية كبديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة تجارب بعض الدول، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص تسيير مالي، جامعة يحي فارس، المدية، 2021، ص 24.

- جمال العسالي وسوسي طه، مرجع سبق ذكره، ص 261.

- تسهم في تقديم التمويل اللازمة للمضاربين أو المستثمرين بما يحتاجونه من أموال لمباشرة عملياتهم الاستثمارية سواء كانت صناعية أو تجارية أو زراعية، الأمر الذي يقلل من نسب البطالة ويزيد من معدلات التشغيل، كما تسمح لأصحاب رؤوس الأموال الذين ليس لهم دراية بشؤون الاستثمار بتشغيل أموالهم وعدم اكتنازها؛
- توجيه الأموال للاستثمارات المرجحة عند تلقي الودائع الادخارية والاستثمارية، واقتسام الربح مع المودعين بنسب يتفق عليها عند التعاقد وتعتبر هذه الصيغة البديل الشرعي للفوائد التي تدفعها البنوك التقليدية؛
- تسهم في تخفيض أسعار السلع المنتجة والخدمات المقدمة لكون تكاليف الإنتاج تكون منخفضة لأن العميل المضارب المنتج لا يدفع أي فوائد مصرفية للبنك الإسلامي؛
- تسهم في التقليل من التفاوت في توزيع الدخل من خلال حصول العمل على حصة من الأرباح التي تتحقق نتيجة المضاربة، وبهذا تزداد حصة عنصر العمل في الدخل المتحقق في الاقتصاد؛
- تتيح المضاربة تحقيق التعاون والتكافل والترابط والانسجام الاجتماعي من خلال ارتباط المال والعمل في المضاربة، وبذلك يتم تفادي حالات الصراع والتطاحن وعدم الانسجام بين عنصري العمل ورأس المال عند ممارسة النشاطات الاقتصادية بشكلها التقليدي.¹

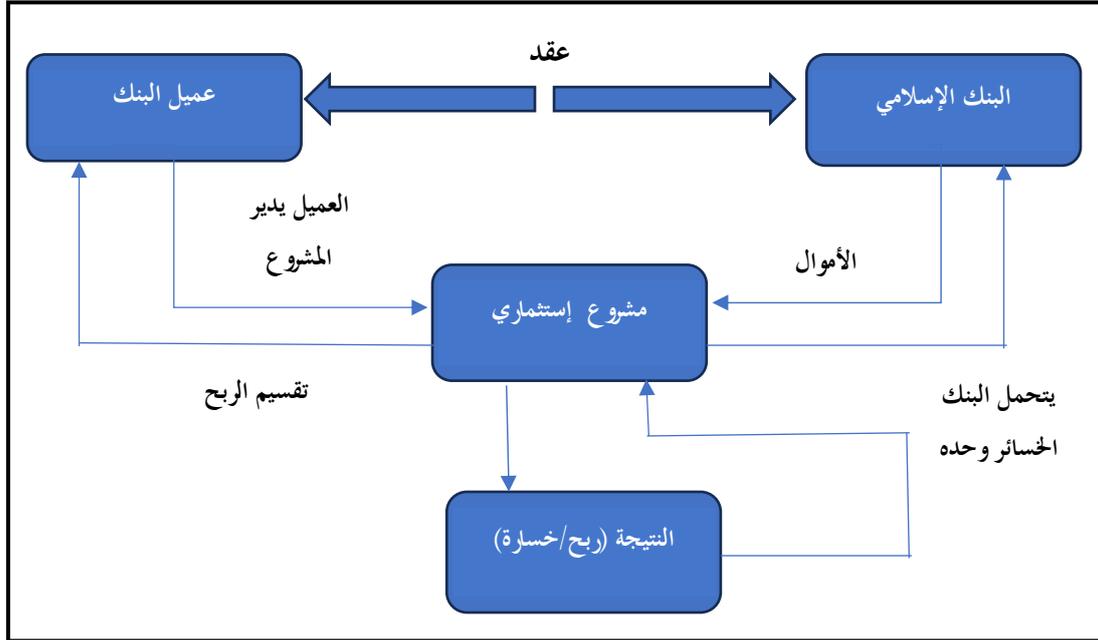
رابعاً: الخطوات العملية للمضاربة

- تمر عملية المضاربة عادة عبر عدة خطوات منها²:
- تكوين مشروع المضاربة: المؤسسة المالية تقدم رأسمال المضاربة بصفتها صاحب المال، والمضارب يقدم جهده وخبرته لاستثمار المال مقابل حصة من الربح المتفق عليها.
- نتائج المضاربة: يحتسب الطرفان النتائج ويقسمان الأرباح في نهاية مدة المضاربة ويمكن أن يكون ذلك دورياً حسب الاتفاق مع مراعاة الشروط الشرعية.
- تسديد رأس مال المضاربة: المؤسسة المالية تستعيد رأسمال المضاربة الذي قدمه من قبل، أي توزيع الأرباح دورياً قبل المفصلة فإنها تكون على الحساب إلى حين للتأكد من رأس المال.

¹ فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 229

² عبد كرم قندوز، عقود التمويل الإسلامية دراسات حالة، صندوق النقد العربي، 2019، ص 98

الشكل رقم (07): مخطط معاملة المضاربة



Source: Nikonova Tatiana, Kokh Igor, Safina Liliya, Principles and instruments of Islamic financial institutions, International Conference on Applied Economics, ICOAE 2015, 2-4 July 2015, Kazan, Russia , p482.

المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المعاوضات

يتم هذا التمويل عن طريق تأجيل دفع ثمن المواد الأولية والسلع التي تكون المشاريع الاقتصادية في حاجة إليها مع تحقيق هامش ربح أي أن العائد يكون ثابتاً، مما ينتج عن هذا الأسلوب من التمويل مديونية ثابتة ومحددة عكس التمويل التقليدي، ويعتبر بيع المراجحة أهم صيغه في البنوك الإسلامية بالإضافة إلى السلم، الاستصناع والاجارة.

الفرع الاول: صيغة المراجحة

قد طورت البنوك الإسلامية عقداً جديداً منبثقاً من المراجحة المعروفة عند الفقهاء قديماً (المراجحة البسيطة)، وهو عقد المراجحة المركبة، وفي الواقع العملي تطبق هذه الصيغة تحت مسمى " بيع المراجحة للآمر بالشراء"، وتتضمن هذه الصيغة وعد بالشراء وبيع بالمراجحة، حيث يتقدم العميل للبنك بطلب شراء سلعة معينة، ويقوم البنك بالشراء ثم بيعها للعميل مع ربح متفق عليه ويتم السداد على أقساط دورية¹.

¹ محمد البلتاجي، "نحو بناء نموذج محاسبي لتقويم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية (المراجحة، المضاربة، المشاركة)"، الندوة الدولية (نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية)، دولة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 3-5 سبتمبر 2005 م، ص 10

أولاً: تعريف المراجحة ومشروعيتها

1- تعريف المراجحة: بيع المراجحة هو نقل ما ملكه بالعقد الأول بالثمن الأول مع زيادة ربح¹.

هي "بيع سلعة بثمن شرائها مع هامش ربح محدد ومتفق عليه، قد يكون نسبة مئوية من سعر الشراء أو مبلغاً مقطوعاً، ولكن إبراز هذه الصفقة دون وعد مسبق بالشراء وتسمى مراجحة عادية، أو بوعد مسبق بالشراء مقدم من العميل الراغب في الحصول على البضائع عن طريق البنك الإسلامي، وفي هذه الحالة تسمى المراجحة للأمر بالشراء أو المراجحة المصرفية"²

حيث تعد المراجحة واحدة من أكثر الأدوات المستخدمة على نطاق واسع للتمويل قصير الأجل يعتمد على المفهوم التقليدي لتمويل الشراء. في عملية البيع هذه يعرف المشتري (العميل) السعر الذي يحصل به البائع على الشيء المراد تمويله ويوافق على دفع علاوة على السعر الأولي. هي اتفاقية تشير إلى صفقة البيع والشراء لتمويل أصل أو مشروع، وبموجبها الإعلان عن التكاليف وهامش الربح (هامش الربح) والاتفاق عليهما من قبل جميع الأطراف المعنية. كما هو متبع في السوق لترتيبات المراجحة، يتعهد الممول بشراء الأصل المطلوب من قبل العميل لإعادة بيعه للعميل بسعر أعلى كما هو متفق عليه بين الطرفين ويمكن تسوية ذلك نقدًا أو على أقساط كما هو محدد في الاتفاقية.³

2- مشروعيتها:

لقد استدل الفقهاء على مشروعية المراجحة بأدلة عامة غير مباشرة مثل قوله تعالى: " وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا "⁴ ، والرأي الراجح لدى الفقهاء أن المراجحة جائزة شرعاً.

كما نشير الا ان سامي حسن حمود هو اول من ادخل صيغة المراجحة الى النظام المصرفي الإسلامي بحيث أسماها: بيع المراجحة للأمر بالشراء، وذلك في رسالته للدكتوراه حول «تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية»⁵، وقد عرض هذه الصيغة على بعض الفقهاء فأفتوا فيها بالجواز وذلك اعتماداً على نص الإمام الشافعي في كتابه " الأم " يقول فيه: " وإذا أرى الرجل الرجل السلعة فقال: إشتري هذه وأربحك فيها كذا، فاشترها الرجل، فالشراء جائز "⁶.

¹ عبد الكريم قندوز، عقود التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 49

² Islamic Banking and Finance: Principles and practices, Marifa Academy, 2014, p80.

³ Report of The Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions, OICV-IOSCO, July 2004, p11-12

⁴ سورة البقرة، الآية 275.

⁵ سامي حسن احمد حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، اطروحة دكتوراه، مطبعة الشرق ومكتبها، عمان، 1402 هـ / 1982 م، 498 صفحة.

⁶ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 109

وقد استدلل الفقهاء على جواز البيع لأجل بما روي عن رسول الله ﷺ انه اشترى طعاما من يهودي بنسيئة (بالأجل) ورهنه درعا من حديد.¹

ثانيا: أنواع المراجعة وشروطها

سوف نعرض في هذا الجزء من البحث أنواع وشروط المراجعة.

1- أنواع المراجعة

تنقسم المراجعة إلى قسمين وهما:

1-1 المراجعة البسيطة (العادية):

يتكون عقد المراجعة البسيطة من طرفين هما البنك والعميل، حيث يشتري البنك السلعة دون الحاجة الى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها، ثم يعرضها للبيع مراجعة بالثمن الأول وريح يتفق عليه، أي الثمن الأول بالإضافة الى ربح معلوم.²

1-2 المراجعة المركبة (المراجعة للأمر بالشراء):

هذه الصيغة هي الأكثر استخداما في الممارسات المصرفية الإسلامية، وتضم ثلاثة أطراف وهي المشتري (الزبون) والبائع الوسيط (البنك الإسلامي) والبائع (المورد)، وهنا يكون البنك بمثابة المشتري بالنسبة للمورد في حين يعد بائعا بالنسبة للزبون الذي طلب شراء السلعة، ويحصل البنك على هامش ربح معلوم.³

وبتعبير آخر هي أن يطلب الزبون من البنك بشراء سلعة ما بذكر أوصافها، مع الوعد من طرف المشتري بشراء السلعة من البنك مراجعة، وذلك بنسبة أو ربح متفق عليه بينهما، ثم بعد شراء السلعة من طرف البنك وتملكها يتم إمضاء عقد البيع بالمراجعة بين البنك والأمر بالشراء ويتم التسليم، ويدفع الثمن دفعة واحدة أو على دفعات حسب إمكانية العميل المالية.⁴

2- شروط بيع المراجعة:

بالإضافة إلى الشروط العامة للعقد كالأهلية، فإنه يلزم لصحة عقد المراجعة شروط خاصة هي⁵:

¹ رواه البخاري ومسلم

² أماني عزوزة، عوامل استقرار النظام المصرفي - دراسة مقارنة بين البنوك الإسلامية والتقليدية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، 2016/2017، ص 50.

³ Hassen Ben Ouhiba, les Banques Islamiques étude de positionnement, spécificités réglementaires et particularités d'audit, Islamic Business Researches center, 2015, p39.

⁴ جمال العسالي، سويسي طه عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 264

⁵ انظر الى:

- عطية فياض، التطبيقات المصرفية لبيع المراجعة في ضوء الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، ط 1، 1999، ص 30-50.

- سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 109.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 300.

- ان يكون العقد الأول صحيحا، لان ما بني على باطل فهو باطل،
- ضرورة أن تكون السلعة موجودة حتى يمكن التعاقد عليها، وتكون موضوع عقد بيع المراجحة؛
- أن يكون الثمن الأول السلعة معلوما للمشتري الثاني (العميل)، لأن المراجحة من نوع الأمانة والتي يشترط فيها معرفة الثمن الأصلي، شاملا للتكاليف التي تحملها البائع؛
- يشترط أن يكون رأس المال من المثليات كالأوراق النقدية بأنواعها والمكيبات والمعدودات المتقاربة، فإذا كان قيميا كالعروض فلا يجوز مراجحته؛
- يكون الربح معلوما للمشتري لأنه بعض الثمن، والعلم بالثمن شرط لصحة البيع؛
- ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا؛
- أن يكون البائع (المشتري الأول) مالكا للسلعة بعقد صحيح قبل أن يبيعها إلى المشتري الثاني (العميل)، وذلك حتى لا يقع البائع (عادة البنك الإسلامي) في محذور شرعي وهو بيع ما لا يملك؛
- أن يبين البائع للمشتري كل ما يتعلق بالشيء المباع وثمنه، ويبين له إذا كاف قد اشتراه لأجل لأن للأجل حصة من الثمن.¹ ويبين له زمان مكوث الشيء المباع عنده، لأن البعض قد يكون له مصلحة في عدم تقادم السلعة في أيدي الغير، وغيرها من الأمور المتعلقة بالشيء المباع.
- في حالة الاتفاق على البيع بالتقسيط لا يجوز للبائع (وليكن البنك الإسلامي) أن يزيد في السعر بسبب تأخر المشتري عن الدفع خاصة إذا كان معسرا، فذلك هو ربا النسئة المعروف في الجاهلية ب: زدني أنظرك.

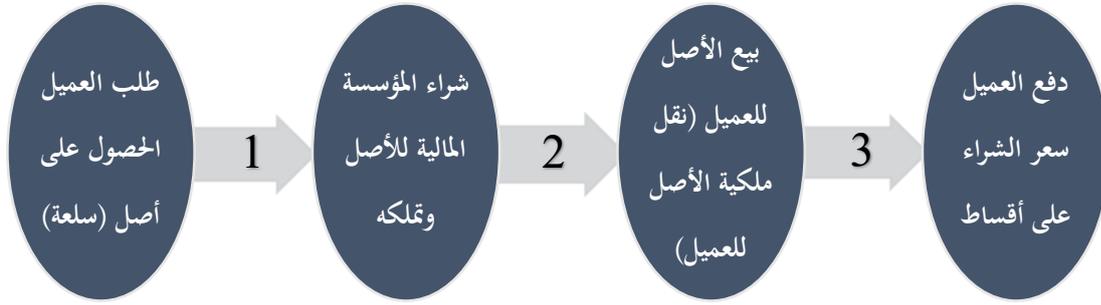
ثالثا: الأهمية الاقتصادية لصيغة المراجحة

- تساهم عملية المراجحة في توفير الاحتياجات التمويلية لقطاعات اقتصادية مختلفة سواء كانت تجارية (داخلية، خارجية) أو إنتاجية وذلك من خلال ما يلي:²
- توفير التمويل للتجارة الداخلية بالسلع الاستهلاكية، وتوفير التمويل لتجار الجملة والتجزئة، مما يؤدي إلى تنشيط المبادلات التجارية وتوسيعها.
- تسهم المراجحة في تشجيع الصادرات من السلع المنتجة محليا؛
- توفير التمويل لمنتجي السلع والخدمات لتلبية احتياجاتهم لشراء المواد الأولية والمواد الخام والسلع الوسيطة.
- توفير التمويل للآلات والمعدات اللازمة لإقامة المشروعات الإنتاجية.

¹ عبد الستار أبو غدة: البيع المؤجل، ط2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص59.

² فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص295.

الشكل رقم (08): مراحل وخطوات عملية بيع المراجحة للآمر بالشراء



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على عبد الكريم قندوز، عقود التمويل الإسلامي، صندوق النقد العربي، 2019، ص 51.

- يوضح الشكل رقم (08) آلية ومراحل بيع المراجحة للآمر بالشراء في خطوات مبسطة على النحو التالي:
- 1- طلب شخص يسمى بالطالب أو الأمر بالشراء (العميل) من آخر يسمى المأمور (البنك عادة) بأن يشتري له سلعة معينة أو موصوفة، ويعد الطالب المأمور بأنه إذا قام بشراء هذه السلعة فإنه سيشتريها منه ويربحه فيها مقداراً محدداً.
 - 2- عند الاتفاق يقوم البنك بشراء السلعة وفقاً لمواصفاتها من طرف ثالث،
 - 3- بعد أن يملكها وتدخل في ضمانته يقوم بعرض السلعة على الأمر بالشراء (العميل)، وللأمر عندئذ أن يشتريها بناء على طلبه كما أن له الحق في رفضها والعدول عنها، وفي حالة الرفض من قبل الآخر (العميل) استقرت السلعة في ملك المأمور (البنك) الذي يمكن أن يصرفها كباقي ممتلكاته، وفي بعض الحالات قد يقوم البنك ببيعها لصالح العميل، وفي الحالتين فإن البنك يقوم برد مقدم الثمن إذا كان قد رفض الأمر بالشراء.

الفرع الثاني: صيغة التمويل بالسلم والاستصناع

يعد التمويل بالسلم والاستصناع من أهم الأدوات الاستثمارية التي تقوم عليها المالية الإسلامية للمساهمة في التنمية الاقتصادية عن طريق استغلالها للطاقات الإنتاجية المعطلة.

أولاً: السلم

1- تعريف ومشروعية صيغة السلم

1-1 تعريف السلم لغة:

السلم معناه الإعطاء والترك والتسليف، أما السلم اصطلاحاً فهو بيع موصوف في الذمة ببدل يعطى عاجلاً، وهو بيع مال بمال يقبض فيه الثمن عاجلاً وتسلم فيه البضاعة آجلاً، فهو ثمن عاجل بثمن أجل. يشبه البيع المؤجل التسليم العقد الآجل حيث يكون تسليم المنتج في المستقبل مقابل الدفع في السوق الفوري.¹ وفقاً لمعيار المحاسبة المالية رقم 7 (السلم والسلم الموازي) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، عرف تمويل بيع السلم، على أنه اتفاق قصير الأجل تقوم بموجبه المؤسسة المالية الإسلامية بسداد دفعات كاملة مقدماً (الدفع الفوري) للتسليم المستقبلي (المؤجل) لكمية محددة من البضائع على أساس تاريخ محدد.²

يعد عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها التمويل بالشراء المسبق، لتمكين البائع من الحصول على التمويل اللازم،³ فهو بيع آجل بعاجل، فالآجل هو السلعة المباعة التي يتعهد البائع بتسليمها بعد أجل محدد، والعاجل هو الثمن الذي يدفعه المشتري.⁴

2-1 مشروعيتهما: ويستمد بيع السلم مشروعيته من القرآن والسنة والاجماع وقوله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ

آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ"⁵، من السنة النبوية الشريفة: ما روي ابن عباس رضي الله عنهما عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قدم المدينة والناس يسلفون في التمر السنتين والثلاث فقال عليه

¹ Zamir Iqbal, Islamic Financial Systems, a national of Pakistan, is an Information Officer in the World Bank's Treasury Information Services Department., Finance & Development / June 1997, p44

² International Monetary Fund, Prepared by the Islamic Finance Task Team (IFTT), Islamic Finance in the National Accounts and External Sector Statistics, Remote Meeting March 7–10, 2022, p 33.

³ صالح صالح، مرجع سابق، ص 29.

⁴ جمال لعامرة، المصارف الإسلامية، دار النبأ، الجزائر، 1996، ص 127.

⁵ سورة البقرة الآية 282

الصلاة والسلام: " من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم"¹ وأما الإجماع: قال ابن المنذر: أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز.

2- أنواع السلم وشروطه

1-2 أنواع السلم

بحسب عقد السلم فإن البنك الإسلامي أمامه عدة خيارات لتطبيق عقد السلم هي:²

- **السلم البسيط:** قيام البنك الإسلامي بدفع الثمن للمتعامل عاجلا، واستلام السلعة آجلا بموعد معين، ومتفق عليه، وهو الشكل الذي يتم مع التجار والمزارعين والصناعيين والمقاولين وغيرهم ممن يمارس أنشطة اقتصادية.

- **السلم مع توكيل البائع:** قد يقوم البنك بتوكيل البائع بالسلم بتصريف السلعة وبيعها للغير نيابة عنه لمعرفة الأوسع (أي العميل) بالسوق والمتعاملين فيه، وقد يكون هذا بأجر أو بدونه حسب الاتفاق بينهما.

- **السلم الموازي:** وفق هذه الطريقة يعمد البنك الإسلامي ببيع السلعة التي تم الاتفاق على بيعها بصيغة بيع السلم إلى طرف ثالث وبصيغة بيع السلم كذلك، فيحصل البنك الإسلامي على ربح نتيجة عمليتي الشراء والبيع معا.

- **السلم المقترن بالوعد بالشراء:** قد يحصل البنك الإسلامي على وعد من طرف ثالث مستفيد يلتزم بموجبه بشراء سلعة من نفس مواصفات السلعة المبرم بشأنها عقد السلم، وعليه وبعد أن يستلم البنك السلعة في الأجل يقوم ببيعها إلى هذا الطرف الثالث الواعد بالشراء.

- **بيع السلم بالتقسيط:** قيام البنك الإسلامي ببيع السلم بالتقسيط، بأن يسلم المسلم فيه على أقساط أو دفعات ورأس المال أيضا على أقساط ودفعات وليس دفعة واحدة.

2-2 شروط عقد السلم:

أقر الفقهاء شروطا لصحة عقد بيع السلم وهي كالتالي:³

¹ رواه البخاري ومسلم.

² انظر:

- فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 348-349.

- عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها وتطويرها، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سورية، دمشق، 2006، ص 18

³ انظر:

- عثمان بابكر أحمد: تجربة البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم، بحث رقم 94، البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1997م، 1418هـ، ص 18-20.

1-2-2 الشروط المتعلقة برأس مال السلم :

-أن يكون معلوماً؛

-تسليم رأس المال في مجلس العقد، مع جواز تأخيره ليومين أو ثلاثة عند المالكية بشرط وبغير شرط.

2-2-2 الشروط المتعلقة بالسلعة (المسلم فيه):

-أن تكون السلعة مما يجوز بيعه ويمكن ضبط صفاته ويثبت ديناً في الذمة المسلم إليه؛

-أن تكون السلعة معلومة بما يرفع الجهالة من حيث النوع والكيف والمقدار؛

-معلومية أجل تسليم السلعة؛

-أن تكون السلعة من النوع الذي يكون متوفراً في العادة في الوقت الآجل الذي يتم تحديده للتسليم.

3-2-2 الشروط المتعلقة بالسلعة ورأس المال معاً :

- أن يكون كل من رأس المال والمسلم فيه مالا متقوماً.

-ألا تشترك السلعة مع رأس المال (الثلث) في علة ربوية، وذلك بأن لا يجمع البدلان أحد وصفي علة ربا

الفضل حتى لا يتحقق في سلم أحدهما بالآخر ربا النسيئة، وكان فاسداً، فلا يجوز إسلام التمر بالتمر مثلاً.

3- الأهمية الاقتصادية والاجتماعية لصيغة السلم

يعتبر السلم صيغة تمويل قصيرة الاجل، ليكون بديلاً للسندات وشهادات الاستثمار، لتمويل المنتجات

الزراعية لدورة واحدة والتي تقل عادة عن السنة، ويمكن أن يستعمل أيضاً في الاستثمار طويل الاجل بتمويل

النشاط الصناعي:

- تمويل النشاط الزراعي: يؤدي بيع السلم الذي تقوم به البنوك الإسلامية دوراً هاماً في تنشيط الزراعة

وتحقيق التطور فيها، باعتباره القطاع الرئيس في الدول النامية بفضل طبيعتها ومنها الدول الإسلامية¹،

لاسيما في مجال توفير الخدمات التمويل بمبالغ صغيرة لصغار المزارعين، عن طريق قيام البنك الإسلامي

بالتعامل مع المزارعين الذين يتوقع أو توجد لديهم السلعة في الموسم من محاصيلهم، وبفضل هذا التمويل

يقلص لديهم مشقة العجز المالي عن تحقيق انتاجهم.

- تمويل النشاط الصناعي: تبرز أهمية البنوك الإسلامية ودورها في الاسهام بتطوير الصناعة والصناعة

التحويلية عن طريق توفير التمويل اللازم لها من خلال صيغة بيع السلم، حيث يستفيد المنتج من تمويل

- عبد الكريم قندوز، عقود التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 65-66

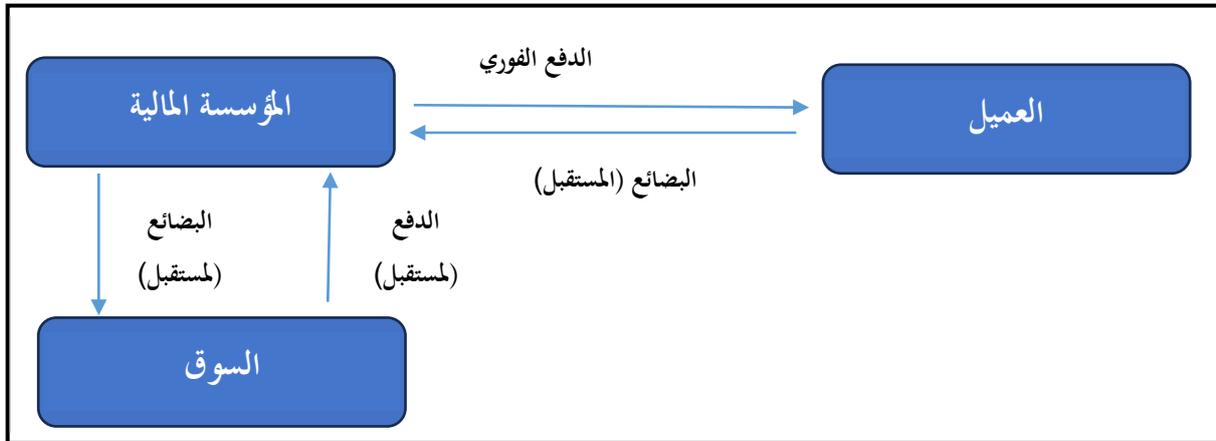
- نزيه حماد، عقد السلم في الشريعة الإسلامية، دار القلم والدار الشامية للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1993، ص 83.

¹ فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 342

مراحل الإنتاج برأس مال كاف لتغطية نفقات التشغيل والانجاز ومتطلبات الصناعة والزراعة، وإعانة شرائح مختلفة ومتنوعة من الناس المنتجين أو المقاولين أو تجار. ويستفيد التاجر بتصدير السلع والمنتجات الرائجة بشرائها سلماً، وإعادة بيعها أو تسويقها بأسعار مجزية أو محققة لأرباح مناسبة.¹

ونتيجة لما سبق يمكن للبنوك الإسلامية أن تؤدي دوراً مهماً في خدمة المجتمع والاقتصاد ككل عن طريق التوسع في عمليات بيع السلم، لأنها مرتبطة بتوفير الأمور ضرورية لأفراد المجتمع وتلبية احتياجاتهم الاستهلاكية ومن ثم الاسهام في رفع مستوى معيشة افراد المجتمع.²

الشكل رقم (09): مخطط عملية بيع السلم



Source : International Monetary Fund, Prepared by the Islamic Finance Task Team (IFTT), Islamic Finance in the National Accounts and External Sector Statistics, Remote Meeting March 7–10, 2022, p 53.

ثانياً: الاستصناع

1- تعريف الاستصناع ومشروعيته

1-1 تعريف الاستصناع

الاستصناع* هو عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد³.

¹ أنظر إلى:

- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 302
 - وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر المعاصر، ط 4، ج 5، دمشق، 2004م، ص 363.

² فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 342-343

*الاستصناع لغة: من صنع وإستصناع حيث يقال استصنع الشيء أي دعا إلى صنعه، أي طلب صنعه.

وورد في لسان العرب لابن منظور: "اصطنع فلان خاتماً إذا سأل رجلاً أن يصنع له خاتماً، وإستصنع الشيء دعا إلى صنعه."¹

كما يعرف الاستصناع على انه عملية شراء أحد الطرفين البضائع ويتعهد الطرف الآخر بتصنيعها، وفقاً للمواصفات المتفق عليها. يتضمن تعهد الإنتاج هذا الإنتاج أي عملية للتصنيع والبناء والتجميع والتعبئة والتغليف. إنه أيضاً أداة لتمويل ما قبل الشحن، وهو عقد يمكن إحالة الصفقة إلى شيء غير موجود في وقت إبرام العقد.²

1-2 دليل مشروعية الاستصناع

الاستصناع جائز في القرآن والسنة والاجماع، فقد جاء في القرآن الكريم، لقوله تعالى: " قَالُوا يَا ذَا الْقُرْآنِ إِنَّ يَأْجُوجَ وَمَأْجُوجَ مُفْسِدُونَ فِي الْأَرْضِ فَهَلْ نَجْعَلُ لَكَ خَرْجًا عَلَىٰ أَنْ تَجْعَلَ بَيْنَنَا وَبَيْنَهُمْ سَدًّا (94) " ³ وفي السنة روى البخاري وغيره أن النبي صلى الله عليه وسلم استصنع خاتماً وقد نقش عليه اسمه لختم رسائله به، كما ورد أيضاً أنه استصنع منبراً يجلس عليه إذا خاطب الناس.⁴

2- أنواع الاستصناع وشروطه

1-2 أنواع الاستصناع: يمكن أن نبين نوعين من الاستصناع وهما:⁵

- أ- الاستصناع الأصلي (العادي): وهو المعتاد بين الناس، ويكون البنك الإسلامي في هذه الحالة هو مصنع السلعة محل العقد، حيث يتم الاتفاق بين المستصنع (المشتري) وبين الصانع (البائع) على صناعة شيء معين، بأوصاف محددة يتم إنجازها وتسليمها وفق المتفق عليه في العقد.
- ب- الاستصناع الموازي: وهو الذي يتم فيه عقدين منفصلين عن بعضهما البعض، بحيث يتم بين المستصنع والصانع المؤقت هذا العقد الأول وعقد ثاني بين الصانع المؤقت الأول وصانع آخر كالمقاول مثلاً، يتولى صنع الشيء بمواصفات وتصاميم مشابهة للمصنوع المتفق عليه في العقد الأول، حيث يصبح الصانع

³ عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2010/2011، ص 96.

¹ ابن منظور، لسان العرب، مادة "صنع".

² Rashidah Abdul Rahman, Fauziah Hanim Tafri, Yaseen AlJanadi,, p15

³ سورة الكهف، الآية 94.

⁴ رواه البخاري

⁵ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 304

(البنك الإسلامي) المؤقت في العقد الأول مستصنعا في العقد الثاني والصانع الثاني يتولى صنع الشيء بمقتضى الإستصناع الموازي دون ان يكون هناك أي علاقة بين المشتري النهائي والصانع الفعلي¹.

2-2 شروط الاستصناع: يمكن اختصار الشروط كما يلي: ²

- بيان جنس المصنوع ونوعه وقدره وأوصافه المطلوبة؛
- أن يكون مما يجري فيه التعامل بين الناس كالمصوغات، والأمتعة، ووسائل النقل؛
- أن يحدد فيه الأجل؛
- يجوز في عقد الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة.

3- الأهمية الاقتصادية والاجتماعية لصيغة الاستصناع

إن التمويل بالإستصناع للمؤسسات يحقق عدة مزايا سواء بالنسبة للبنك أو للمؤسسة وبدوره يؤثر على الاقتصاد والمجتمع ككل وذلك من خلال ³ :

- تأتي أهمية الاستصناع من خلال ارتباطها بعملية التصنيع، وخاصة ما تعرف بالصناعة التحويلية التي من خلالها يتم تحويل المنتجات الأولية الى منتجات أخرى، وبذلك تحقيق أكبر قيمة مضافة.⁴
- يقضي الاستصناع على ركود السلع وحسن تصريفها، حيث لا يتم صناعة سوى السلع التي يتم طلبها أو يوجد طلب فعال عليها.
- يساهم الاستصناع بشكل فاعل في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة وحمايتها، علما أن هذا العقد لم يستخدم إلى الآن رغم أهميته البالغة في عملية التنمية المستدامة.⁵
- تأمين مختلف السلع الاستهلاكية والإنتاجية للأفراد والقطاعات الاقتصادية وهذا يصب في مصلحة كلا الطرفين الصانع والمستصنع.⁶

¹ وائل عريبات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية - أساليب الاستثمار، المشاركة المتناقصة والإستصناع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

² وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 305-306

³ جمال العسالي وسوسي طه عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 266.

⁴ فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 389

⁵ لخضر بن أحمد والأمين لباز، الصيرفة التشاركية في الجزائر ودورها في دعم وتعزيز التنمية المستدامة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد3، المجلد11، 2020، ص218.

⁶ سمية إبراهيم أحمد، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مجلة العالمية للاقتصاد والاعمال، مجلد9، العدد1، 2020، ص ص12-

- توفير التمويل للمؤسسات وطرحها للاكتتاب في السوق المالي الإسلامي واستخدام مداخلها في تمويل هذه المؤسسات، من خلال إصدار صكوك الاستصناع عن طريق البنك الإسلامي.
- يساعد الاستصناع على معالجة ظاهرة البطالة .

الفرع الثالث: صيغة التمويل بالإجارة

يستند هذا الأسلوب على أن يقوم البنك الإسلامي بوضع المعدات والأجهزة التي يمتلكها أو يقوم شرائها تحت تصرف أصحاب المشاريع للانتفاع بها مقابل اجرة محددة.

أولاً: تعريف الاجارة ومشروعيتها

1- تعريف الإجارة

تعرف الإجارة* على أنها " عقد إيجار يقوم بموجبه أحد الطرفين بتأجير أصل بإيجار محدد واستحقاق محدد. يتحمل مالك العقار (البنك) جميع المخاطر المرتبطة بالعقار. يمكن بيع العقار بسعر قابل للتفاوض، مما يؤدي إلى بيع العقد إيجاراً. يمكن تنظيم هذا العقد في شكل شراء إيجار، حيث يتضمن كل إيجار مدفوع جزءاً من سعر العقار المتفق عليه، ويمكن أن يرتبط الاستحقاق الذي يغطي العمر المتوقع للأصل.¹ وتعرف ايضاً باتفاقيات الإيجار أو الإيجار والشراء (الإجارة / الإجارة والاقتناء)، والتي بموجبها يشتري البنك أصل معين للتعديل ليقيم بعد ذلك بتأجيره. يستخدم هذا الهيكل في الرهون العقارية الإسلامية والاستثمارات التجارية الأخرى (على سبيل المثال، استخدمت طيران الإمارات الإجارة لتمويل توسعها).² عقد يقوم بموجبه البنك بتأجير المعدات للتعديل مقابل رسوم الإيجار؛ وفي نهاية فترة الإيجار، سيقوم العميل بشراء المعدات بسعر متفق عليه مطروحاً منه رسوم الإيجار المدفوعة بالفعل.³ حيث أنها تعد تقنية تمويل حديثة تشتمل عادة على ثلاث جهات فاعلة أساسية وهي:⁴

- المورد (البائع أو المصنع) للألات والمعدات،

- المؤجر وهو البنك الإسلامي والذي يقوم بشراء الآلات والمعدات بغرض تأجيرها لزبائنه،

* الإجارة بكسر الهمزة: هي بيع المنافع، وشرعاً هي بيع المنافع بعوض معلوم.

¹ Mohamed El Qorchi, la finance islamique est en marche, finance et développement, decembre 2005, fonds monétaire international, p47.

² Enriqe Gelbard, Mumtaz Hussain, Rodolfo Maino, Yibin mu, and Etienne B. Yehoue, Islamic Finance in Sub-Saharan Africa: Status and Prospects, International Monetary Fund, (IMF Working Paper), August 2014, p 8.

³ Omar Imady & Hans Dieter Seibel, Principles and Products of Islamic Finance, Working Paper, No. 2006,1, Universität zu Köln, Arbeitsstelle für Entwicklungsländerforschung (AEF), Köln, 2006, p5.

⁴ Khelifa Halima, (2018), « la finance islamique : est-elle une alternative à la crise financière actuelle ? », revue des économies financières, bancaires et de management, vol 07, numéro 02, université Mohamed khider Biskra-Algérie, P.300

-المستأجر أو الزبون الذي يقوم بطلب استئجار المعدات والآلات.

يتميز التأجير التمويلي بأنه يجمع بين قرارات الاستثمار والتمويل، فهو يعرف بأنه عملية تجارية ومالية تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية أو شركات التأجير المرخص لها قانونا بتمويل المتعاملين الاقتصاديين من أجل حيازة الممتلكات المنقولة أو غير المنقولة بموجب عقد الإيجار الذي قد يتضمن أو لا يتضمن خيار الشراء لصالح المستأجر.¹

2- مشروعية التمويل بالإجارة

لقد أجمع جمهور الفقهاء على جواز عقد الإجارة، وأدلتهم على ذلك من القرآن، والسنة، والإجماع. أما القرآن الكريم: فقول الله تعالى على لسان إحدى ابنتي شعيب عليه السلام: " قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ"²، وكذلك قوله تعالى: " فَإِنْ أَرْضَعْنَا لَكُمْ فَاتُّوهُنَّ أُجُورَهُنَّ وَأْتَمَّرُوا بَيْنَكُمْ مَعْرُوفٍ وَإِنْ تَعَاَسَرْتُم فَسَتُرَضُّعُ لَهُ أُخْرَى"³ وفي هذه الآية أمر بإيتاء الأجر إذا أرضعت المرأة الطفل. وهذا دليل على مشروعية الإجارة، وأما عن السنة الشريفة: فقولته صلى الله عليه وسلم: " أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه" وهذا حديث رواه أبو يعلى في مسنده من حديث أبي هريرة، وروى عن آخرين. وقوله صلى الله عليه وسلم: " من استأجر أجيرا فليعلمه أجره."⁴

ثانيا: أنواع الاجارة وشروطها

1- أنواع التمويل بالإجارة

تأخذ صيغة الإجارة شكلين وهما:

1-1 الإجارة التشغيلية:

وهي الإجارة التي لا يسبقها وعد بالتمليك، حيث يقوم البنك الإسلامي بشراء الآلات والمعدات التي يراها تتمتع بقابلية جيدة في السوق وتتوافق وحاجات المستثمرين، فهذا النوع من التأجير قائم على تمليك المستأجر منفعة أصل معين لمدة معينة على أن تتم إعادة الأصل لمالكه (البنك الإسلامي) في نهاية

¹ : Abderahman Mira, pratique du crédit- bail en Algérie : état des lieux et perspectives, Colloque national sur le financement par crédit-bail dans la loi algérienne, Faculté du droit et sciences politiques, université de Béjaia, 19/11/2018, p6.

² سورة القصص الآية 26.

³ سورة الطلاق الآية 6.

⁴ رواه ابن ماجة عن عبد الله بن عمر

مدة الإيجار، ليتمكن المالك من إعادة تأجير الأصل لطرف آخر أو تجديد العقد مع نفس المستأجر إذا رغب الطرفان بذلك.¹

1-2 الإجارة المنتهية بالتملك:

وتسمى أيضا الإجارة المقرونة بخيار الإقتضاء، عرفها جاك يوسف الحكيم بأنها "عقد إيجار مقرون بوعد البيع يقوم بموجبه المتعاقدان بإيجار شيء إلى آخر لمدة معينة يكون للمستأجر عند انقضائها خيار شرائها بسعر معين".² كما تعرف بأنها عقد يقوم على فكرة تمويل الزبون من أجل الحصول على ما يريده، يقتنيه الممول ويؤجره له، مع إمكانية تملكه له إذا طلب ذلك، سواء خلال مدة الإجارة أو عند نهايتها.³

2- شروط الاجارة

بالإضافة إلى الشروط العامة الواجب توافرها في العقود، فإن لعقد الإجارة بعض الشروط لخاصة هي:4:

- رضا العاقدين، فلا تصح الإجارة إذا أكره أحدهما؛
- أن تكون النفعة معلومة؛
- أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة، وألا يتعلق بالمنفعة حق للغير؛
- أن يكون الأجر معلوما للطرفين جنسا ونوعا وقدرًا؛
- أن تكون مدة التأجير معلومة وتتناسب مع عمر الأصل؛
- أن تكون المنفعة مقدورة الاستيفاء ومباحة شرعا؛
- لا يضمن المستأجر ولا يتحمل تبعه هلاك أو خسارة الأصل المستأجر إلا في حالة التعدي أو التقصير.

ثالثا: الأهمية الاقتصادية والاجتماعية لصيغة الاجارة

- إن اعتماد صيغة التمويل بالإجارة في البنوك الإسلامية يحقق العديد من المزايا:
- توفير سيولة مستمرة من خلال تسديد أقساط الإيجار والقدرة على تسهيل الأصول من طرف البنوك الإسلامية، لأنه يساعد على حل مشكلة امتصاص المدخرات والودائع في البنوك.⁵

¹ حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص288

² جاك يوسف حكيم، العقود الشائعة او المسماة: عقد البيع، دار الفكر، 1970، ص 219.

³ فارس مسلدور، التمويل الإسلامي من الفقه الى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومو للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص194

⁴ انظر الى:

- محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص: 207- 206

- بن مسعودة مليود، مرجع سبق ذكره، ص46

⁵ مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، ط5، 1985، ص475.

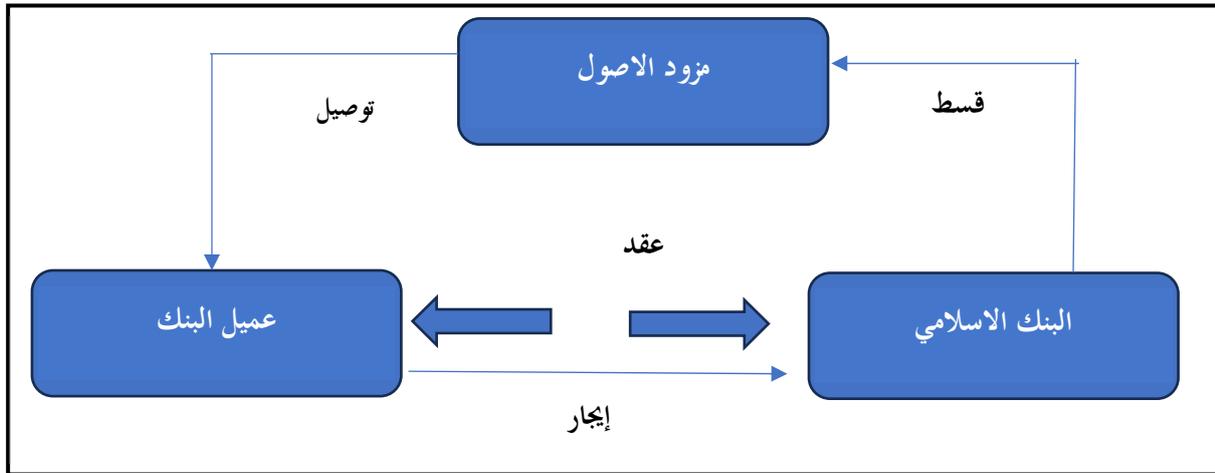
- تحسين مركز السيولة للمستأجر وعدم إرهاقه بالديون مما يسمح له بتوسيع نشاطه والمحافظة على استقلاليتته المالية، كما انه يعتبر وسيلة جديدة لتمويل المشروعات التي تعاني من صعوبات مالية.¹
- يدر هذا الأسلوب من التمويل عائد معقولا للمؤجر لأمواله المستمرة وليس عائد افتراضيا كسعر الفائدة.
- يمكن التمويل التأجيري من إتاحة الأصول والمعدات الرأسمالية، مما يساعد على إنشاء مزيد من المشروعات الإنتاجية أو توسع في المشروعات القائمة وهذا من شأنه،²يحقق استثمار ناجحا للأعيان والطاقات البشرية بالعمل واستغلال المهارات.³، وزيادة فرص العمالة في المجتمع.

رابعا: إجراءات وخطوات عملية الإجارة

يتم عقد الإجارة على النحو التالي:⁴

- يشتري البنك الأصل من البائع، ثم يؤجره للعميل.
- يتم تحصيل الإيجارات الدورية من قبل البنك.
- تنتقل الملكية إلى العميل في نهاية العقد في حالة الشراء الإيجاري.

الشكل رقم (10): مخطط معاملة الإجارة (التأجير)



Source: Nikonova Tatiana, Kokh Igor, Safina Liliya, Principles and instruments of Islamic financial institutions, International Conference on Applied Economics, ICOAE 2015, 2-4 July 2015, Kazan, Russia, p483

¹ هشام خالد، البنوك الإسلامية الدولية وعقودها مع إشارة خاصة لنظام التأجير التمويلي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001، ص37.

² مصطفى كمال السيد طایل، مرجع سابق، ص: 211.

³ جمال لعمارة، اقتصاد المشاركة نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق، مركز الإعلام العربي، مصر، ط1، 2000، ص75-76

⁴ Dhafer Saidane, La finance islamique : à l'heure de mondialisation, éd REVU Banque, 2009 p.82.

المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامية القائمة على الإنتاج (الاستثمار) الزراعي

تعد صيغ التمويل القائمة على الاستثمار الزراعي التي تتيحها البنوك الإسلامية ملائمة للعملاء الذين يكون مجال اهتمامهم متعلق بالقطاع الزراعي والفلاحي خاصة في المناطق الريفية، وتشمل هذه الصيغ فيما يلي: التمويل عن طريق المزارعة، التمويل عن طريق المساقاة، التمويل عن طريق المغارسة، التي سوف ندرجها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): صيغ التمويل القائمة على الاستثمار الزراعي

الصيغة	تعريف / مشروعية	شروط
المزارعة	تعرف بأنها عبارة عن دفع الأرض من مالكيها إلى من يزرعها أو يعمل عليها، ويقومان، باقتسام الزرع بينهما، فهي بذلك عقد شركة بين مالك الأرض والعامل عليها. ¹ مشروعيتها: ثبتت المزارعة بالسنة والاجماع، قال ابن تيمية*: "المزارعة مشاركة هذا يشارك بنفع بدنه وهذا بنفع ماله وما قسم الله من ربح كان بينهما كشرطي العنان".	-أهلية المتعاقدين -أن تكون الأرض صالحة للزراعة، مع تحديد وبيان ما يزرع فيها. -تحديد مدة المزارعة. -أن يكون الناتج مشاعاً بين أطراف العقد وبالنسبة المتفق عليها. ²
المساقاة	هي نوع من المشاركات التي يقوم على أساس بذل الجهد من العامل في رعاية الأشجار المثمرة، وتعهدده بالسقي والاعتناء والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الأثمار بينهما بنسب متفق عليها مسبقاً. ³ مشروعيتها: قد روى البخاري حديث ابن عمر رضي الله عنه عن اهل خيبر برواية أخرى أن النبي صلى الله عليه وسلم ساقاهم على نصف ما تخرجه الأرض والثمرة.	-توفر الأهلية في المتعاقدين. -أن يكون الناتج مشاعاً، والعائد محددًا بنسبة معلومة من الثمر المشاع. -أن تكون المساقاة على شجر معلوم بالرؤية أو بالصفة التي لا خلاف فيها.
المغارسة	وهي صيغة من صيغ استغلال الثروة الزراعية تجمع مالك الأرض الزراعية والعامل الزراعي بحيث يقدم الأول الأرض على أن يقوم الثاني بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما ويكون الشجر والإنتاج بينهما. ⁴ مشروعية: استدلل ابن حزم على مشروعية المغارسة بدليل مشروعية المزارعة والمساقاة وقال: "وبرهان ذلك ما ذكرنا في كلامنا في المزارعة والمساقاة، في إعطاء الرسول صلى الله عليه وسلم خيبر اليهود على أن يعملوها بأنفسهم وأموالهم ولهم نصف ما يخرج منها من زرع أو ثمر، ونصف ما يخرج منها هكذا مطلقاً". ⁵	-أن تكون الأشجار المغروسة ثابتة الأصول كالزيتون والرمان والتين؛ -أن تتفق أصناف الأشجار في مدة اثمارها، وذلك ليصبح بالإمكان حصول كل طرف على حصته؛ -أن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة؛ -أن يكون للعامل نصيب من الشجر والأرض؛ -أن لا تكوف الأرض موقوفة. ⁶ لان المغارسة كالبيع. ⁷

المصدر: من اعدادا الباحثة بالاعتماد على المراجع أسفل الصفحة.

¹ بورقبة شوقي، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2013، ص 116-121.

² محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 177

³ عبد الوهاب صخري وميمية بن علي، دور منتجات الدالية الإسلامية في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة دراسة استكشافية على مستوى بنك البركة، بنك السلام، وبنك الخليج الجزائر، مجلة ابعاد اقتصادية، العدد 01، المجلد 11، 2021، ص 101.

⁴ فوزية قديد، خيرة بلحمري، كفاءة صيغ التمويل الإسلامي في تعبئة الموارد المالية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الخامس عشر حول التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، يومي 17/18 ديسمبر 2019، جامعة حسينية بن بوعلوي بالشلف-الجزائر، ص 57.

⁵ رواه البخاري (كتاب المزارعة) ومسلم (كتاب المساقاة والمزارعة)

⁶ محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص 204.

⁷ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 122.

خلاصة الفصل الأول

نستخلص مما تم دراسته في هذا الفصل أن البنوك الإسلامية هي عبارة عن وحدات مالية كغيرها من المؤسسات المالية الأخرى تعمل في إطار الشريعة الإسلامية، هدفها الأساسي هو عدم التعامل بالفائدة اخذا وعطاء، كما تساهم هذه البنوك بفاعلية في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية لما توفره من خدمات متنوعة، وحتى تقوم البنوك الإسلامية بممارسة نشاطها وبفعالية كاملة يجب أن يتوفر لديها كما هائلا من الموارد المالية النقدية، والتي يتم تحصيلها من مصادر مختلفة، والعديد من أساليب التمويل التي يمكن أن يستخدمها كبداية عن أسلوب الإقراض بفائدة الذي تمارسه البنوك الأخرى التقليدية.

حيث تميز التمويل الإسلامي بكفاءته العالية المتعلقة بتعدد صيغه وتنوع أساليبه التمويلية وهو ما جعلها تساهم في تغطية الاحتياجات التمويلية بصورة تتناسب مع طبيعة الأنشطة الاقتصادية ومجالاتها القطاعية.

ان البنوك الإسلامية مؤهلة لتقديم التمويل اللازم للقطاعات الإنتاجية في الاقتصاد باستخدام أشكال وصيغ التمويل الإسلامية، حيث انها باشرت باستخدامها تدرجيا بدءا بالصيغ التمويل التجاري كالمراجحة لسهولة تطبيقها وقلة مخاطرها مقارنة بالصيغ التمويلية الأخرى مثل المضاربة، المشاركة، بيع السلم.

الفصل الثاني

أساسيات حول سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: أساسيات حول أسواق الأوراق المالية

تمهيد

تعد سوق الأوراق المالية من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، فهي المرآة التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي للبلاد، لما تقوم به هذه الاسواق من دور مهم في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية الاقتصادية لأفراد المجتمع، ويقدر قوة واستقرار وثبات هذه السوق يكون استقرار وثبات ونشاط اقتصاديات الدول لأنه مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعدت مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية من مؤشرات الاقتصادية الفعالة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

تساهم الأدوات المالية الإسلامية في تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية، إذ أن نجاح أسواق الأوراق المالية وتطورها، يعتمد اعتمادًا وثيقًا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية المتداولة فيها، وهو ما يستدعي تكثيف الجهود والعمل على تطوير أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة إصدارًا وتداولًا، والتي من شأنها توسيع وتنشيط سوق الأوراق المالية المالية.

تمثلت هذه الأدوات في الصكوك الإسلامية التي تعد أحد أهم أدوات التمويل التي قدمها الاقتصاد الإسلامي، لما توفره من منافع عامة وأساسية من اجل تمويل المشاريع والبنى التحتية، وبذلك اكتسبت أهمية واسعة وصنفت كأفضل الصيغ التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية القادرة على جلب الاموال وتمويل الاستثمارات الضخمة وتحقيق الأرباح، وإحاطة ببعض الجوانب النظرية تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات اداء أسواق الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الثالث: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين متضادتين في الموضع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، ومع وجود إمكانية تحويلها الى سيولة مطلقة بسرعة ويسر نسبيين، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد، الأمر الذي يعزز أفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب الى نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية وكل من خصائص الميزة بها واهم الوظائف التي تقوم بها.

الفرع الأول: نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية

لقد ارتبط ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي شهدته معظم دول العالم ومنه انتشار بورصات الأوراق المالية، حيث يعود تاريخ ظهور الأسواق المالية الى أسباب أدت الى تكوين هذه الأسواق بتعدد جهات وقيم واشكال اصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى الى انشاء مهنة الصيرفة، وتأكدت الحاجة الى مكاتب الصيرفة والصرفيين في إيطاليا، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية ظهرت الحاجة الى تبادل العملات نتيجة التبادلات التجارية مع الشرق في ذلك الحين.

تعود كلمة بورصة الى القرن الخامس عشر ميلادي حيث كان التجار القادمون الى فلورنسيا يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى "Vonders Bourse" يقع في مدينة بريج البلجيكية، والذي كان يقصده التجار من كافة المناطق حيث بقيا في الصدارة من جهة المال والتجارة الى سنة 1485م، الا ان طراً تغيير في تعاملات التجار فيه بدل من اصطحاب بضائعهم الى الفندق تمت بارتباطات في شكل عقود وتعهدات واستبدال البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة، واتي لفظ بورصة Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، والذي كان يتم بشكل منتظم ودوري وابرام الصفقات والعقود والانفاق الحاضر او الآجل.

ان ظهور شركات المساهمة العملاقة كان من اهم الاحداث التي أدت الى ظهور أسواق الاوراق المالية وانتشارها في أنحاء العالم، حيث (استوجب) استدعى وجودها مصادر تمويل تفي بمتطلبات تلك الشركات من الأموال، مما اضطر القائمون عليها إلى اللجوء إلى جمهور المدخرين للحصول على تلك الأموال، وخاصة عقب الثورة الصناعية والتحول من مرحلة الاقتصاد الزراعي إلى مرحلة الاقتصاد الصناعي الذي نتج عنه انشاء مشاريع ضخمة والتي لم يستطع الفرد وحده تحمل تلك الأعباء المالية القائمة ، ولإيجاد الأموال الكافية لإقامة المشاريع الصناعية (وذلك بمساعدة الحكومات على)ظهر دور الحكومات والضغط عليها من اجل الاقتراض من الجمهور ومبادلتها بالصكوك المالية مما نتج عنه تدريجيا ظهور أسواق الاوراق المال.¹

كان اول ظهور لبورصة الأوراق المالية في فرنسا عام 1724 بموجب أمر ملكي، وأنشئت في بريطانيا بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776. واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم "Royal Exchange". أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، حيث يعتبر عام 1792 هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم وهي بورصة وول ستريت بنيويورك، وقد سميت بذلك الاسم نسبة إلى شارع الحائط "Street Wall" (وهو الحائط الذي بناه الهولنديون آنذاك لحماية قطعانهم، وكذلك الحال بالنسبة لبورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام 1808². وتم إنشاء بورصة طوكيو عام 1878م، وبعدها شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفه الذكر³.

ثانيا: تعريف سوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية العمود الفقري لسوق راس المال التي تشكل جانبا مهما من جوانب النشاط في السوق المالي.

¹ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط2، دار النفائس، الأردن، 2009، ص:21.

² محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن، عمان، 1989، ص 34-35

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص12.

التعريف الأول: سوق الأوراق المالية "البورصة" مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق.¹ حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى ذلك الى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول².

التعريف الثاني: ذكر Peter Howells and Keith Bain بأنها عبارة عن إطار تنظيمي يتم بموجبه تداول الأوراق المالية ومشتقاتها من خلال البيع والشراء³، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة⁴.

التعريف الثالث: وقد أشار كل من Anthony Sunders And Marcia Millon بأنها التراكيب التي يتم من خلالها تمويل التدفقات⁵، وتعرف أيضا بانها: المكان الذي يتلقى فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع او المشتري مدخرا ومستثمرا للأموال ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تمويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية او تمويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى.⁶

التعريف الرابع: سوق الأوراق المالية هو: " حلقة للتمويل المخصص للمشاريع الأساسية الجديدة وهو دوره كسوق أولية، كما تشمل سوق ثانوية يتم فيها تداول القيم المنقولة المصدرة مسبقا، فهي بذلك تلعب دورين رئيسيين هما تقييم الأصول المالية، وتغيير البيانات الاقتصادية"⁷.

¹ Badger. E. Ralph , Torgerson .w . Harold, Guthmann. G. Harry, "investwnt principls and practices" 6th edition, Prentichall, 1969.p 53.

² محسن احمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الاشتراك للنشر والتوزيع، 1996، ص21. بتصرف

³ Peter Howells & Keith Bain, Financial Institutions Markets And money,3th edition , the Dryden brass, USA,1987,p62.

⁴ David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132.

⁵ Anthony Sunders And Marcia Millon. Financial markets Institutions. Published by MC GRAW-Hill, New York.2001. p4

⁶ امين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 13.

⁷ B. Jacquillat et B.Slonik , Les marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques, 2 eme édition.paris DUNOD, 1993,p 8.

التعريف الخامس: كما تعرف سوق الأوراق المالية: "هي الإطار أو التنظيم الذي يشمل المعارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الاجل والطالين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الاموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين.¹ هو عبارة عن "شبكة تمويل متوسطة وطويلة الأجل مبنية على أساس إصدار الأوراق المالية وتداولها، مما يسمح بتحريك الادخار الوطني الفردي²." تعددت التعاريف التي تناولت هذا المفهوم فالبعض يعرفها انها الميكانيكية التي يمكن من خلالها إقراض واقتراض الأموال³.

وكتعريف شامل لما قد تطرقنا اليه من تعاريف يمكن القول ان سوق الأوراق المالية "سوق مالي يتم فيه تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) بيعا وشراء، يتم تحديد أسعار الأوراق المالية بناء على العرض والطلب عليها، قد تكون منظمة او غير منظمة، حيث تتم هذه التعاملات بواسطة وسطاء ماليين مرخصين يتم تسجيلهم لدى الهيئات الرقابية المالية المختصة، وبالتالي فان سوق الأوراق المالية يعد من اهم المؤشرات الاقتصادية في الدول المتقدمة والناشئة".

وبناء على ما سبق، فإن مفهوم سوق الأوراق المالية مبني على ثلاثة عناصر أساسية، وهي:

- موضوعها: التعامل في الأوراق المالية سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.
- دور الوسيط المباشر: حيث يتقابل المدخرون والمستثمرون مباشرة لشراء أو بيع الأوراق المالية، ويتم ذلك عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.
- هدفها الأساسي: تمويل المشروعات طويلة الأجل عن طريق تسييل استثماراتها في شكل أوراق مالية، وتسهيل عمليات تداولها.

الفرع الثاني: خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من أسواق الاوراق المالية وهذا ما سنحاول التطرق إليه في العناصر التالية.

¹ محمد صبري هارون، أحكام الاسواق المالية، دار النفائس، الاردن، 1999، ص20.

² Pierre Conso, La gestion de l'entreprise, 2ème édition, Dunod, Paris, 1989, P 387.

³ J. Fred Weston and Others. Essentials of Managerial Finance, 11th edition, Prentice hal, New York, 1996, p31.

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية:

هناك عدد من الخصائص التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى منها:

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص لعل أهمها:¹

1- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يستوجب توفر المعلومات والبيانات السوقية الاكيدة، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والعقلانية والتالي تحقيق العائد المناسب.

2- تختلف سوق الأوراق المالية عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وتتميز بالمرونة العالية، وباستفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، حيث تتم فيها صفقات كبيرة وبصفة مستمرة وممتدة قد يتسع نطاق تداولاتها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.²

3- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين يعملون ضمن شروط وقبود قانونية لتداول الأوراق المالية، ففي معظم البلدان يقومون بتشكيل إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات المتعلقة بالسوق وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

4- ان وجود سوق الأوراق المالية يتطلب سوق ثانية؛ والذي يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها سابقاً بما يكفل توفير السيولة.

5- التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة والكفاءة الكافية في الشؤون المالية وتوفير لهم المناخ الملائم، في ظل وجود المنافسة التامة حيث يتم تحديد الأسعار العادلة بناء على العرض والطلب .

6- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، لان اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية غالباً يكون نحو العائد المرتقب أكثر منه نحو السيولة والمخاطر.³

¹ رشيد بوكساني، معوقات الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 46.

² عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية نشأتها وظائفها الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 21، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 80.

³ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص 32.

- 7- ان طبيعة الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، مثل السندات طويلة الاجل يحتمل مخاطر عديدة ومختلفة، وكذا الأسهم التابعة للشركات وتقلباتها على الرغم من انها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا، يجعل الاستثمار في هذه الأدوات أكثر مخاطرة وقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي.¹
- 8- ان العمليات التمويلية في سوق الاوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الاجل، وخاصة المشروعات الإنتاجية التي تحتاج الى أموال تسدد على أمد طويل.

ثانيا: أهمية سوق الأوراق المالية

تنطوي سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد وتتمثل هذه الأهمية فيما يلي:²

- 1- تجميع وتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو الاستثمار لخدمة وتنشيط مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني.
- 2- إن وجود سوق الأوراق المالية ذات فعالية قادر على إعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق سيولة أكبر للأصول المالية قصيرة الأجل ينعكس على انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، ويدفع ذلك إلى زيادة الطاقة الإنتاجية ودعم الاستثمارات ومن ثم خلق الانتعاش الاقتصادي.
- 3- تعد سوق الأوراق المالية مصدر للتمويل طويل الأجل مما يعزز من النشاط الاقتصادي برفع مستوى الدخل الوطني.
- 4- العدالة في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، مما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات وذات الجدوى الاقتصادي.
- 5- ترتيب وتنظيم عمليات الإصدار للأوراق المالية ومراقبتها بما يكفل سلامة التعامل وسرعته.

¹ بدروني هدى، دور صكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية تجارب دولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015/2016، ص.16.

² انظر الى:

- ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، منشورات الجزائر، ط1، 1998، ص07-08.
- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية وأدائها المالي وآثارها في سوق الاوراق المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، ص68-69.

- البتال أحمد حسين، "محاضرات في الأسواق المالية"، (نسخة الكترونية)، كلية المعارف الجامعية، 2004م. ص.6.

6- المساهمة في زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني وذلك عن طريق المساهمة في تعبئة الموارد المالية، وتحقيق كفاءة عالية في توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية من خلال إعطاء فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات وكذا الأمان والحماية للمستثمر.

7- تعمل سوق الأوراق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي إذ تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها التنموية.¹

8- تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي او المستوى الوطني، وذلك من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي الى رفع مستويات التشغيل او التوظيف والذي يؤدي بدوره الى زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد.

الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مجموعة من الوظائف، يمكن إيجازها فيما يلي²:

1-أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: حيث تنوع أدوات الاستثمار تسمح لكل مستثمر اختيار الطريقة المناسبة من حيث التكلفة والعائد والمخاطرة واختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، وذلك من خلال توفر البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية التي يتم التعامل بها، فسوق الأوراق المالية تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار فيها، وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عن اختياره الأوراق التي يرغب الاستثمار فيها.

¹ محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص1.

² أنظر الى:

- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر، 2019، ص98-100.

-بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص مالية وبنوك وتأمينات، جامعة بسكرة، 2020، ص 8-11

-عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 76.

2-تقويم الشركات وتحسين كفاءتها: تساهم سوق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين ومعرفتهم بواقع الشركات والمشروعات، إذ أنها تعتبر أداة هامة لتقويم الشركة والمشروعات، حيث، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل على ضعف مركزها المالي أو عدم نجاحها، وهذا ما قد يؤدي إلى حث إدارة الشركات صاحبة هذه الأوراق على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى تتعرض أوراقها إلى الهبوط أو انخفاض حجم التعامل عليها.

3-ضرورة إتاحة سوق مستقرة للأوراق المالية : ان التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات، فالمستثمر يقبل شراء الأوراق المالية لما يتيقن من بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة ، وطالما أن سوق الأوراق المالية تعمل بصورة دائمة ومستمرة نظرا لأنها تحصر تعاملها في مكان ثابت لا يجوز التعامل في غيره ويظل هذا التعامل في أوقات العمل الرسمية، كما يتم الشراء والبيع في أي وقت لأن التعامل فيها يقتصر في أيدي السماسرة وهو ما يضمن سرعة تداول الأوراق المالية.

4-مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية : ان سوق الأوراق المالية لها دور في تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، فإن المدخر لديه حرص كبير لان يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه عند الحاجة، بقدر حرصه على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، بحيث يتم تحديد الاسعار على أساس العرض والطلب، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركة وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، ويمثل أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب)، وبالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض).

5-توظيف الأموال في السوق: تعمل سوق الأوراق المالية على تنظيم وتوجيه الأموال من وحدات الفائض الى وحدات التي تعاني العجز وتريد توسيع نشاطها من اجل المساهمة في التنمية وتطوير المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة الى انها تؤمن للدول موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية.¹ وفي حالة عدم وجود سوق الأوراق المالية فإن الوحدات الاقتصادية لن

¹ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 47

تقوم ببرامجها الاستثمارية في حدود حجم المدخرات المتاحة لديها، مما قد يتسبب في تأجيل القيام بهذه البرامج الاستثمارية لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، ومن ناحية أخرى قد تكون هناك وحدات اقتصادية لديها مدخرات متراكمة ولكن ليس لديها فرص استثمارية متاحة، ومن ثم تبقى الأموال لديها عاطلة.

6- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل: فسوق الأوراق المالية يضمن

للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل لتسهيل عملية التوسع والنمو لها¹، بحيث يتجه المستثمرون في سوق الأوراق المالية إلى الإصدارات الجديدة للشركات التي تكون مقيدة بالسوق الأوراق المالية وذلك على شكل أسهم وسندات أكثر من توجههم للإصدارات الغير مقيدة بالسوق، لان قيد هذه الأوراق دليل على قدرة هذه الشركة وكفاءتها الشيء الذي يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها ومنه يزداد إقبال المستثمرين على إصدارات تلك الشركة، وبالتالي حصولها على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل.

7- توفير المؤشرات ذات الأهمية الاقتصادية: ان أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة

العاكسة لوضع الاقتصاد الحقيقي مستقبلا ومدى قوته أو ضعفه، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر. وما توفره سوق الأوراق المالية من مؤشرات وبيانات اقتصادية له أهمية خاصة، فمن خلال ذلك يتم تصويب وتقويم السياسات الاقتصادية ودعم قطاعات وأنشطة والتخلي عن أخرى ودمج مشاريع من نفس النشاط وانتهاج سياسة نقدية محددة ... وبالتالي ينشأ عن ذلك اتخاذ عدة قرارات².

8- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق

المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

¹ شيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² خامرة السعيد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 91.

9-تمويل خطط التنمية الاقتصادية: يتم تمويلها عن طريق طرح أوراق مالية حكومية او ما تعرف بالسندات الحكومية في تلك السوق وذلك من اجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية¹، حيث أن خطط التنمية عادة تكون بحاجة لتمويل طويل الأجل والبنوك التجارية لا تستطيع تحمل مخاطر تمويل خطط التنمية التي تستلزم تمويل طويل الأجل.

المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتعلق بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات، وتنقسم بدورها إلى سوقين إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الأولية (سوق الإصدار)، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق الثانية (سوق التداول)، ونستعرضها أكثر تفصيلا فيما يلي:²

أولا: السوق الأولي (Primary Market)

ويدعى كذلك سوق الإصدار، ويتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم والسندات)، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية. وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب من الاستثمار.

¹ احمد بوراس وسعيد بريكة، كفاءة الاسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -بسكرة، الجزائر-يومي: 22/21 نوفمبر 2006 ص03.

² أنظر الى:

-رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص 44-46

-عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-82

- بسبع عبد القادر، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة جيلالي ليابس سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2018/2017، ص 6.

1- أهداف السوق الاولي

الأهداف الرئيسية للأسواق الأولية:

- للترويج لشركة جديدة؛
- لتوسيع شركة قائمة؛
- التنويع الإنتاج؛
- لتلبية متطلبات رأس المال العامل العادية؛
- للاستفادة من الاحتياطات.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى بنك الاستثمار* أو الأسلوب المباشر للبيع**

ثانيا: السوق الثانوية (Secondary Market)

ويطلق عليها سوق التداول، وهي السوق التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية. وينقسم السوق الثانوي بدوره الى:

1- السوق المنظمة (ال رسمية) (Organized Market)

وهي الأسواق الرسمية للأوراق المالية (البورصات) التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة في السوق، ويتم تحديد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، حيث يجري التعامل في مكان مادي محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويتم تسجيل الأوراق

* مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين.

** أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.. الخ، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

2- السوق غير المنظمة (السوق الموازي) (Over-The- Counter Market (O.T.C))

يستعمل هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، يجرى التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية، فلا يوجد مكان مادي محدد لهذه الأسواق لإجراء التعامل، ولكنها عبارة عن شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر ان يختار أفضل الاسعار. ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق هما:¹

1-2 السوق الثالث Third Market

تعد السوق الثالث جزء من السوق غير المنظمة، وعند تعريفنا للسوق غير رسمية قلنا انها تتعامل في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق الرسمية ولكن بالنسبة للسوق الثالثة الامر يختلف اذ يتم التعامل فيها على أوراق مقيدة في السوق الرسمية،² حيث يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، كما نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما تمثل هذه البيوت في الواقع اسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت او صغرت.

يرجع سبب لجوء مثل هذه المؤسسات الكبيرة إلى السوق الثالثة كون أن هذه المؤسسات كبيرة الاستثمارات لا تحصل على امتيازات في السوق المنظمة كالحصم مثلا لأن أنظمة السوق المنظمة لا تسمح

1 انظر الى:

-سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، ص 44.

-عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص58.

بالتمييز بين المتعاملين و عدم إعطاء الأفضلية لمعامل على حساب آخر، لذلك تتجه هذه المؤسسات إلى السوق الثالثة غير المنظمة لكي تستطيع التفاوض و الحصول على أكبر قدر من الخصم و بشكل يناسب حجم تعاملاتها الكبيرة بالإضافة إلى أن قدرة المتخصصين في السوق المنظمة لا تمكنهم من إتمام هذه الصفقات بالسرعة المطلوبة، بالإضافة إلى أن المتعاملين في السوق الثالثة قد يكونون من صغار الشركات والمستثمرين لتوافر استثمارات تكون قدر إمكانياتها في هذه السوق¹.

2-2 السوق الرابع Fourth Market

يقصد بها سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون الحاجة إلى وساطة السماسرة أو تجار الأوراق المالية للحد من العمولة، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة جدا من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

المطلب الثالث: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية وشروط قيامها

سنعرض في المطلب الثاني أبرز المقومات التي تركز عليها سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أهم الشروط الواجب توفرها لقيام السوق.

الفرع الأول: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية

لإنشاء سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير مجموعة من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات:²

¹ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الاردن، 2006، ص ص 41-42

² انظر الى:

- صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2003، ص ص 21-22.
- عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 78.

1- الوعي الادخاري والاستثماري: من المقومات الأساسية لإنشاء سوق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس الأموال وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الأسهم المصدرة وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

2- توفر مناخ استثماري مستقر: من خلال إيجاد حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي "سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... إلخ. ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة ذات ظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر ان ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

3- كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية: من بين المتطلبات الأساسية لإقامة لسوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات آجال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتعري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

4- توفر المؤسسات المالية الوسيطة: تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها ، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين ، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

5- هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق بمعنى آخر

أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

6- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق

للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن المشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن المشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم.

7- نظام فعال للاتصالات: إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة

سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلا عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

الفرع الثاني: شروط قيام سوق الأوراق المالية

لقيام سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها¹:

¹ انظر الى:

-حسن وفاء محمد عبد الباسط، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص15

-بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر، 2019، ص96

- بسبع عبد القادر، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة جيلالي لباس سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص 11-13.

- وجود مؤسسات مالية ومصرفية فعالة ومتنوعة، حتى تؤدي دورها المطلوب في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى، حيث تلعب هذه المؤسسات دور الوسيط بين المدخرين والمنظمين، لإيجاد التلاقي المطلوب بين العرض والطلب على المدخرات والفرص الاستثمارية. فتشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص، والذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، ولا يمكنها ان تتم الا بتوفر هذه المؤسسات المالية.

-تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة، وذلك من اجل ضمان توسع السوق وفعاليتها، واتاحة فرصة أمام كافة المستثمرين للاختبار والمفاضلة بين الأوراق المالية المناسبة.

- تبني فلسفة اقتصادية واضحة، قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع هذه المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفاً مربحاً، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة، وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.¹

- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق في مقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة، ولا يمكن أن تنشأ سوق للأوراق المالية في ظل غياب المدخرات أو في ظل انخفاض الدخل الفردي في الدولة، وان توفر ذلك لا بد أن تكون للأفراد ثقافة الاستثمار بالأوراق المالية.

- توفر مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على تكوين شركات مساهمة، وتوحيد نظم وإجراءات انشاء الشركات.

- وجود طاقة استيعابية مقبولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير شركات ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية ومعقولة.

¹ مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر الإسكندرية، 1992 ص 4

- تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة في سوق الأوراق المالية وزيادة عدد المتعاملين فيها، راجع الى زيادة عدد الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية والملتزمة بقواعد الإفصاح المالي والشفافية، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها.
- وجود الإطار التشريعي والتنظيمي المرن و الفعال، ذو القدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية، حيث تساعد التشريعات والتنظيمات كثيرا في تسهيل المعاملات وحركة رؤوس الأموال من ناحية، وفي نفس الوقت تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية لكافة أطراف التعامل في السوق وتوفير الحماية والأمان من ناحية أخرى، مما يعمل على تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.
- الحد الأدنى من الاستقرار النقدي والسياسي والاقتصادي والامني الضروري داخل الدولة لتشجيع الاستثمار، ويعتبر من العوامل التي تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال المحلية والاجنبية، وتحويلها من إدارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل.
- وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق شبكة من وسائل الإعلام والاتصال بمختلف أنواعها، والاهتمام بها ومراقبتها، بإنشاء الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب، حتى يظفر كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين، فلا بد من مراقبة ومراجعة هذه البيانات الواردة في الإعلانات، مع ضرورة حذف البيانات غير الصحيحة.

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد

تمثل كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية أحد أهم المعلومات التي تهم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية، نظرا لأهميتها في تعريف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، والتي تعكس لنا حالة السوق او قطاع معين منه، وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة التي تهتم بالنواحي المالية، وقصد التعرف أكثر على كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية تم تقسيم هذا المطلب إلى العناصر التالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

يتطرق هذا المطلب إلى تعريف، خصائص وأنواع كفاءة الأسواق المالية.

الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وخصائصها

أولا: تعريف كفاءة الأسواق المالية

التعريف الأول: عرف فاما Fama Eugene السوق الكفؤة Markets Efficient السوق الكفء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين.¹

التعريف الثاني: يعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسن Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية و علاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية.²

التعريف الثالث: عرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو متمثلة في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية.³

¹ Fama, Eugene. ,1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, 25, 383-417.

² Elory Dimson, Massoud Mussavian, «A Brief History of Market Efficiency», WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 (March 1998), p 91.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999 ص3.

التعريف الرابع: ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الاسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من انباء سارة او غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول الى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.¹

كما تعرف السوق الكفؤة بأنها: "سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية"، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:²

- التخصيص الأمثل للموارد
- التقييم الدقيق للمبادلات
- تقديم خدمات بأقل تكلفة

ثانيا- خصائص السوق المالي الكفئ

يتميز السوق المالي الكفئ بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، من بينها ما يلي:³

- 1- السيولة:** حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية، والمقصود بالسيولة هي المقدرة على بيع وشراء أصول مالية الأسهم وبسرعة وسهولة في السوق بسعر محدد ومعروف، بما يضمن عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناء على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية.
- 2- كفاءة تخصيص الموارد:** ويقصد بها تحويل فائض الأموال والموارد التي تتسم بالندرة، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية والفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد، وتحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، وبالتالي يحقق النفع لكل الأطراف.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 65.

² J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris, pp : 74-75.

³ انظر الى:

-السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص 104

-رسمية قرياقص، أسواق أرس المال، دار النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 180

-حسني علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهوان عمان، الأردن، 1998، ص 155

- 3- **العقلانية:** تعني أن يكون تحقيق الربح هو الهدف من الاستثمار من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق.
- 4- **توافر المعلومات:** باستطاعت جميع المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار البيع والشراء السابقة في الوقت المناسب والمطلوب وبدقة كبيرة.
- 5- **عمق السوق:** إن الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية الأسعار تتطلب وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين والراغبين في القيام بالبيع والشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار الجارية للورقة المالية في السوق.¹
- 6- **شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، حيث بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الوساعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقا، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليل وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة.
- 7- **حيوية السوق:** إن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا، وعند حدوث أي خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، فعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق، مع العلم ان وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.
- 8- **الأمن:** يعد الأمن عنصر أساسي لا بد من توفره للحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من تقلبات الأسعار والفوائد وغيرها من المخاطر التي قد تكون في السوق المالية.
- 9- **استمرارية السعر:** وهي أحد أهم المكونات الرئيسة للسيولة ونقصد بها أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر، وتتميز السوق المستمرة بالسيولة طالما لم تحدث تغيرات حادة على مستوى أسعار الصفقات.
- 10- **المنافسة الكاملة:** ويطلق عليها أيضا بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يوفر لهم أي لكل واحد منهم فرصا متساوية ومتعادلة.

¹ أشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص55.

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية وشروطها

أولاً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

لتحقيق كفاءة الأسواق المالية هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب توافرها، من أهمها نذكر¹:

1- الكفاءة التسعيرية: يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ويصبح التعامل في هذا السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.

إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمر صعب في السوق إلا أنه أيضاً أمر غير مستحيل، فقد يتعرض مستثمر قليل الخبرة إلى خسائر فادحة جراء عدم القدرة على تحليل المعلومات المتاحة في السوق وعدم معرفتهم الكافية بآلية تحرك السوق، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله.

2- الكفاءة التشغيلية: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتيح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه²، تتحقق الكفاءة التشغيلية بتقليص حجم الموارد المطلوبة لأداء مجموعة من الصفقات المالية التبادلية³، من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبير وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة. وتقتضي الكفاءة التشغيلية للأسواق المالية ما يلي:

- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم.

¹ انظر إلى:

- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 191-192

- مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2009/2010، ص 186

² - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوقية العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 205

³ Cooper, Kerry and Fraser, Donald, The Financial Marketplace, second edition, Addison-Wesley Publishing Co,(1986).

- لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة، حيث يدفع هذا التنافس معدلات العمولة والهوامش إلى الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

3- الكفاءة التخصيصة: تعبر الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفؤة هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات.¹

4- الكفاءة الهيكلية: يقصد بها الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن رفع كفاءة السوق يكون جراء تنويع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة.²

5- الكفاءة التنظيمية: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالية من خلال العناصر التالية:³

أ- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق، وتحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونها، تفادياً لعمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفاجئ لأسعار الأسهم، أي استخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة.

ب- تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، لتفادي أية أزمة يمكن أن تحدث فيه.

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية 1991 ص 45.
- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008/2007، ص 38.
² محمد يوسف ياسين، البورصة - عمليات البورصة تنازع القوانين - اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 30-31.

³ انظر إلى:

- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء، الأردن، 2010، ص 211-212.
- سمير عبد الغني محمود، "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، 1989، ص 07.
- حمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998/1999، ص 193.
- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 108.

- ج- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال.
- د- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة: إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة وفي الوقت المناسب لأعمال السوق.
- هـ- يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة، كما يشترط أن تكون الأسواق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق.
- و- توفر التقنيات والاساليب الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات في السوق، وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

6- الكفاءة الفنية التقنية: ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:¹

- أ- تنوع وتعدد في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع، مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة كما تظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم أساساً للتعامل في تفادي كثير من الأزمات والهزات الاقتصادية، على الرغم من أن المستثمر يفضل عادة التعامل مع الأسهم نظراً لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تحققها لحاملها، إلا أنه لا يجب الاقتصار على التعامل فيها، والاستثمار في أدوات أخرى كالسندات، شهادات الاستثمار... إلخ؛
- ب- إقرار على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق المالي إلا إذا كانت تتصف بالنشاط والحركة الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية؛
- ج- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

¹ انظر إلى:

-النجار فائق جبر، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000، ص11

-عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص212

ثانيا: شروط كفاءة السوق المالي

تكون السوق المالية كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية والتي تتطلب مايلي:¹

1- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين والمتعاملين في السوق؛

2- أن تتاح البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛ لأن ذلك يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة للأفراد فإن توقعاتهم تكون متماثلة أيضا.

3- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد .

ويتضح لنا من خلال ما سبق ان السوق المالي يؤدي دوره كما يجب عندما يتصف بالكفاءة، بحيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة وبحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي. كما تجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بهم تماما.

الفرع الثالث: الأنواع والمستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

أولا: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية كالآتي:

1- الكفاءة الكاملة

الكفاءة الكاملة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق أو بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات، ومن ثمة لن تتاح لأي منهم فرصة².

1 انظر الى:

- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية واسواق الاوراق المالية، خلال فترة التحول الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص، 57.

- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2010، ص 182.

² أنظر الى:

-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص494.

-إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002، ص7.

- هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:¹
- أ- عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبيا، مما يعني قابلية الأوراق للتجزئة .
- ب- توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة ..
- ج- وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به .. تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة

2- الكفاءة الاقتصادية

تعتمد الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية على البحث المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، حيث تشتد المنافسة بينه وبين المتعاملين الآخرين للوصول إلى المعلومات والبيانات اللازمة لتحقيق هذه المنفعة²، غير انه يتوقع وجود فاصل زمني قد يكون فترة من التباطؤ بين تحليل المعلومات الجديدة التي تصل الى السوق وانعكاس أثرها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية للأسهم قد تكون أعلى أو أقل من القيم الحقيقية لبعض الوقت.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل³.

¹ انظر الى:

-صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 26

-ديرير كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 206

² جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 38

³ أنظر الى:

- ديرير كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 207

-مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة²، ص13

ثانياً: المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

إن الدور الذي تلعبه المعلومات في تحديد سعر الورقة المالية له أهمية كبيرة، فقد قام الباحثون بتحديد ثلاث مستويات لكفاءة الأسواق المالية، ويتحدد كل مستوى من تلك المستويات على ضوء طبيعة وحجم المعلومات التي يعكسها سعر الورقة المالية، وتمثل في:¹

1- المستوى الضعيف: يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

ومن خلال مفهوم الفرضية الضعيفة فإنه يمكن أن نستنتج خصائص ومميزات السوق الضعيف على النحو التالي:²

- عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين.
- عدم وجود حجم تداول عالية أي قدرة المستثمرين المالية محدودة.
- ارتفاع نسبة التضخم.
- عدم وجود رقابة على السوق المالي بشكل جيد.
- الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية شركات تعود لعائلات وليس لعدد كبير من المساهمين أو يسيطر عليها عائلات معينة.
- المستثمر يتخذ قراره في الاستثمار في هذه الشركات على أساس سمعة الشركة مما تنتجه من سلطة أو خدمة وسمعة العاملين بها.

2- المستوى المتوسط: أي أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة التاريخية في أسعار تلك الأسهم بل تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي هذا المستوى من كفاءة سوق الأوراق المالية، يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتوفر من معلومات، في بادئ الأمر تكون الاستجابة خاطئة، كون المعلومات تم تحليلها بشيء جزئي، ومع مرور الوقت سوف تتوافر معلومات مع تحليلها النهائي وتنعكس المعلومات على أسعار الورقة المالية، ففي هذه الظروف لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً استثنائية ذلك أن الوقت اللازم لتحليل تلك المعلومات غير كاف،

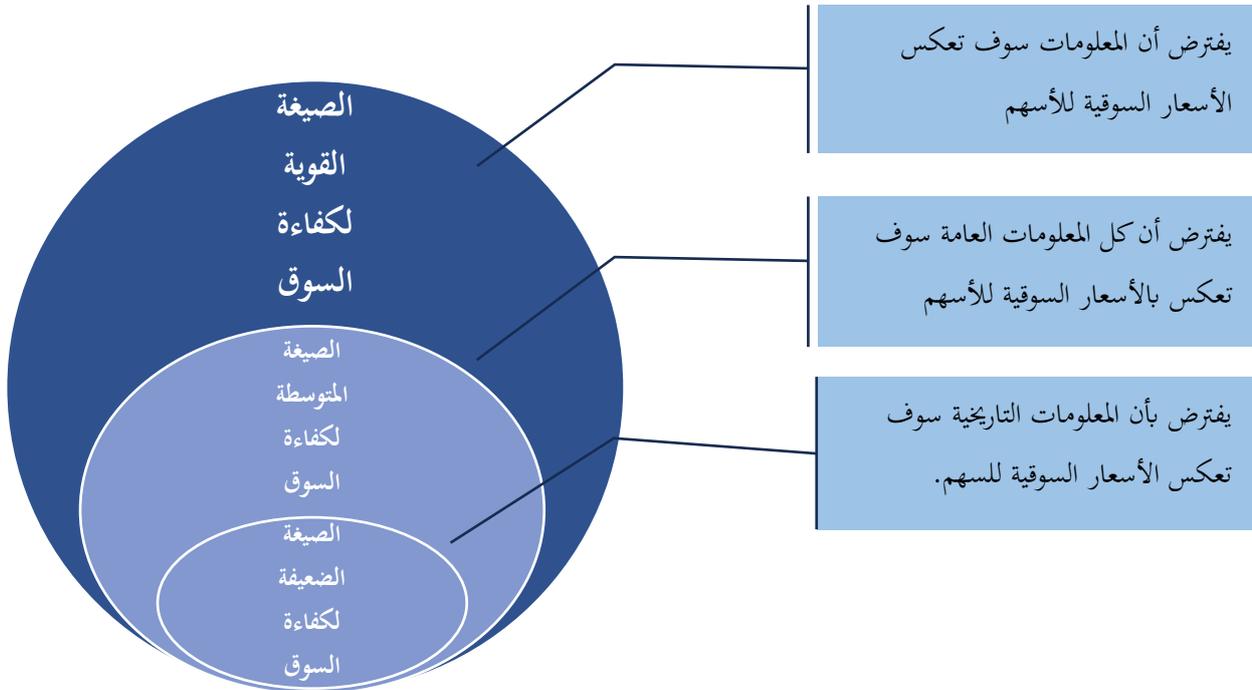
¹ Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, Financial Management Theory & Practice, 11th edition, South western, USA, 2005, p270-271.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص ص 150-151

وولوج المعلومات جديدة الحدث تغييراً في الأسعار قبل أن يتوصل المستثمرون لنتيجة من وراء تحليلهم للمعلومات السابقة.¹

3- المستوى القوي: أي أن الأسعار ينعكس فيها كافة المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على الأسعار. وعليه، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفتاً بحيث إن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت²، ففي هذه الحالة تحقيق أرباحاً استثنائية من طرف مستثمرين على حساب مستثمرين آخرين يستحيل.

الشكل رقم (11): المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص 149.

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006 ص 158
² عبد اللطيف، هناء عبد العزيز، قياس نشاط وكفاءة أداء سوق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 31.

المطلب الثاني: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19 حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وقد شهدت هذه الأخيرة تطورا كبيرا جعلها تستعمل كأداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية مثلها مثل الأوراق المالية العادية الأخرى.

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية

تلعب المؤشرات في سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في إعطاء نظرة شاملة على نشاط السوق بصفة خاصة وعلى الاقتصاد بصفة عامة، ويمكن تعريفها كما يلي:

قبل التطرق الى مؤشر سوق الأوراق المالية سوف نتعرف على مصطلح "المؤشر" هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في الأساس أو نقطة البدء. ويقاس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق المالي، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة، أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، والذي يستهدف المؤشر قياسه،¹ أو الحالة التي عليها قطاع معين أو شركة ما، لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا²:

- حالة سوق الأسهم بشكل عام، مثل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة DIJA ومؤشر S&P 500.

- حالة سوق الأسهم لقطاع معين، مثل مؤشر دو جونز لقطاع النقل DJT ومؤشر ستاندر آن دبور لقطاع الخدمات العامة S&P public utilities.

- حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة مثل مؤشر ناسداك NASDAQ الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة ميكروسوفت، آبل

- حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين مثل مؤشر سوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 130

² محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن. عمان، 2005. ص 298

التعريف الأول: مؤشر سوق الأوراق المالية هو مقياس للقيمة السوقية للعديد من الشركات، يتم استخدامه لقياس أداء البورصة أو السوق، حيث تمثل بعض مؤشرات البورصة الرئيسية التغيرات في النشاط الاقتصادي وتستخدم كمؤشرات الرائدة في مجال الاقتصاد¹.

التعريف الثاني: وعرف أيضا بأنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة رقمية باستعمال علاقة تبرز تطور مقدارين عبر الزمن كميات أو اسعار وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية بصورة خاصة، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو سوق مالية أخرى².

التعريف الثالث: كما يمكن تعريفه: بأنه قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعرف المؤشر نسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما قي فترة الأساس، أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ ارتفاع وانخفاض الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمرين معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضاً لقياس أداء سعر معين بالنسبة للسوق ككل³.

ومما سبق يمكن تقديم مفهوم للمؤشر بانه: "عبارة عن أداة أو تقنية لتتبع وقياس أسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة لمعرفة أداء السوق بصفة عامة أو قطاع معين أو مقارنة بين الأسواق على المستوى الإقليمي أو الدولي في فترة زمنية معينة".

الفرع الثاني: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تظهر أهمية مؤشرات لسوق الأوراق المالية فيما يلي⁴:

- يعرف المؤشر بأداء السوق الإجمالي، حيث انه يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، فهو يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- تنبؤ المحلل مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، إذ يمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، عن طريق إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات

¹ Guide Pratique Des Concepts Et Théories Economiques publié par Desjardins études économiques, p 170. disponible sur le site : <https://www.desjardins.com/ressources/pdf/table-des-matieres-f.pdf?resVer=1385155443000> , consulté le 14/05/2023.

² Patrick.Topscalian. Les indices boursieres sur actions, (paris economica,1996),P09.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 35

⁴ كاظم عباس الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 175.

التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، فيمكن للمحلل التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق، اذا ما توصل إلى معرفة هذا النمط.

- ان المؤشرات تساعد على قياس السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمتعاملين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

وتكمن أهمية المؤشرات كذلك في النقاط التالية:¹

- استعمال المؤشرات كقاعدة من قواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.

- تقدير مدى حساسية أسواق الأوراق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات، فيما بين التقنيات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.

- تعدل المحفظة الاستثمارية وفقاً لأفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.

- متابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات بالاعتماد على مؤشرات أسواق الأوراق المالية وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية SEC*، وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثالث: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها

لكي يتم بناء مؤشرات لسوق الأوراق المالية يوجد هناك شروط يجب مراعاتها في ذلك فضلاً عن وجود عدة عوامل تؤثر في تلك المؤشرات:.

أولاً: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

هناك عدة شروط لبناء المؤشرات في الأسواق المالية وأهمها:

¹ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص ص 198-199

1- ملائمة العينة

تعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وحتى تمثل هذه العينة أساساً ملائماً يجب توفر الشروط التالية:¹

1-1 حجم العينة: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد حجم العينة والمتمثلة في عدد الأوراق المالية التي تشمل المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

1-2 اتساع العينة: ونعني به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات من مختلف القطاعات الممثلة للاقتصاد. أي عند اختيار عينة لبناء مؤشر سوقي لا بد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلاً هذا السوق، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع.

1-3 مصدر العينة: ونقصد به مصدر الحصول على المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، ويتمثل هذا المصدر في السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2- الأوزان النسبية

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، لا بد من تخصيص وزن لكل مفردة سهم من مفردات العينة، فهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم الواحد داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

1-2 مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

2-2 مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. هذه الحالة تكون كل مفردة لها احتمال مساوٍ في العينة المختارة.

¹ أنظر إلى:

- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، 2011، ص 95.

- بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية تخصص مالية وبنوك وتأمينات، جامعة بسكرة، 2020، ص 8-11

2-3 مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وجاء هذا من اجل تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي؛ فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.¹

والقيمة السوقية هي قيمة الاسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ويساوي عدد الاسهم مضروباً في سعر السهم الواحد خلال مدة معينة، وتعتبر من اهم مؤشرات سوق الأوراق المالية التي يسترشد بها المستثمرون في الاسواق المالية المحلية والدولية لتحديد قراراتهم الاستثمارية وتنفيذها.²

ثانياً: العوامل المؤثرة في مؤشرات سوق الأوراق المالية

يوجد عدة عوامل تؤثر في مؤشرات سوق الأوراق المالية أهمها³:

- استخدام المتعاملين في السوق اسلوب الاشاعات للتأثير على حركة الأسعار وقدرهم في التحكم في حجم التداول.

- تؤثر الشركات الكبيرة على الشركات الصغيرة في سوق الأوراق المالية بسبب طبيعة المنافسة والمضاربة فيها.

-مدى دقة وشفافية الأخبار والمعلومات المتاحة في سوق الأوراق المالية.

-التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.

المطلب الثالث: مفهوم السوق المالية الإسلامية

تلعب الاسواق المالية الاسلامية دورا هاما في استثمار الأموال وفق ضوابط الشريعة الاسلامية من اجل تحقيق الثروة وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

¹ حسين قبلا، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 95.

² احمد حسين بتال، واخرون، استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر حجم التداول اليومي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2013-2018. مجلة الدنانير، العدد 20، كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة الانبار، 2020، ص 8

³ انظر الى:

- سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص 43

- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية الأسواق، 2012، ص 31-35

الفرع الأول: تعريف السوق المالية الإسلامية وأسباب نشأتها

أولاً: تعرف السوق المالية الإسلامية

للسوق المالية الإسلامية عدة تعريفات نتطرق الى أبرزها على النحو التالي:

التعريف الأول: عرفها احمد السعد بانها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة (الأسهم، الصكوك الإسلامية)، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".¹

التعريف الثاني: اما كمال خطاب فيرى بان السوق المالية الإسلامية بانها: "فرصة مهمة جداً لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الادوات الاقوى والأكثر نجاعاً ومشروعية كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الاموال الحلال، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة. مما يؤدي الى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال انتاج الطيبات في المجتمع"²

التعريف الثالث: ينصرف مفهوم الأسواق المالية الإسلامية إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية.³ ومن خلال ما سبق يمكن أن نعطي تعريفاً للأسواق المالية الإسلامية على النحو التالي:

المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، بحيث يجمع بين الوحدات الفاضل والراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الأموال من أجل الاستثمار، وهذا في إطار الشريعة الإسلامية بحيث يجب أن يقوم على مبدأ احترام والالتزام بقواعد واحكام الشريعة في جميع هيئاته ومؤسساته وتعاملاته وصفقاته وأدواته المتداولة فيه.

¹ السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقاني، الأردن، 2008، ص 19

² كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد، الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 02.

³ ولد عالي محمد الأمين، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية"، الطبعة الأولى . دار ابن حزم، بيروت، 2011، ص 120

ثانياً: أسباب نشأة السوق المالية الإسلامية

لقد أكد العديد من علماء الاقتصاد الإسلامي على أن العالم الإسلامي يمتلك كافة المقومات التي تؤهله لإنشاء سوق مالية إسلامية، سواء كانت أموال أو أوراق مالية إسلامية من أسهم وصكوك إسلامية أو صناديق استثمار إسلامية، حيث أن من أهم الأسباب الداعية لإنشاء سوق مالية إسلامية¹:

- 1- تعتبر إقامة سوق مالية إسلامية أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية؛
- 2- تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع؛
- 3- تعمل على تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة؛
- 4- إعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب عن طريق جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال؛
- 5- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.

¹ انظر الى:

- رائد نصري جميل أبو مؤنس وخديجة شوشان، شروط اعتبار السوق المالي سوقاً إسلامياً، مجلة دراسات عدد الشريعة والقانون، الاردن، 2018، ص6-7

- كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، 2005.

- سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، (2003)، السنة السابعة، العدد 21، جامعة الأزهر، مصر. ص: 66-81.

الفرع الثاني: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

أولا: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:¹

- 1- القيام بعملية تنشيط تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية: تساعد هذه الأوراق المالية الإسلامية الدول على القيام بمشاريعها التنموية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهيل عملية تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمار حقيقي أو سيولة، ونفس الحال بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص؛
- 2- تنويع البدائل الاستثمارية وتنشيط السوق الأولية والثانوية: الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول من أجل دعم الاستثمار طويل الأجل عن طريق توفير أساليب الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- 3- تعمل على تقويم الشركات وكمؤشر لتحديد الأسعار: تحدد الأسعار في سوق تنافسية وفقا لقوى العرض والطلب، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد المالية بتوزيعها بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة؛
- 4- توفير السيولة النقدية: تنمية الوعي الادخاري للأفراد وتوفير الفرص والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار، إضافة إلى تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية السيولة والأمان.

ثانيا: أهمية الأسواق المالية الإسلامية

نظرا لأهمية السوق المالية الإسلامية التي تعد كأحد دعائم مكونات النظام الاقتصادي الإسلامي، أصبح له أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة بالنسبة للمجتمع الإسلامي، يمكن توضيحها في النقاط التالية:²

¹ سليم جابو، نوال بن عمارة والطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 01، المجلد 10، أوت 2020، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي الجزائر، ص 307

² انظر الى:

- شحاتة حسين وفياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، مصر، 2001، ص 101
- ولد عالي محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 129
- كمال خطاب، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 3

- 1- المسلمون في أنحاء العالم في حاجة ماسة إلى إنشاء الأسواق المالية الإسلامية، التي تتوفر فيها الضوابط الشرعية، كون أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة للتمويل، لذلك تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية وعاء لتعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، حيث أنها ملائمة للاقتصاد ومناسبة لطبيعته؛
- 2- هناك ضرورة شرعية لإقامة أسواق مالية إسلامية لإنقاذ أموال المسلمين من الضياع والاستغلال من طرف الأسواق الغربية التي تستخدمها لتمويل مخططاتهم، خاصة أن الأمة الإسلامية تتوفر على كل المقومات لإنشاء هذه السوق، من الأموال، المؤسسات الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية؛
- 3- أهم أهداف ومقاصد الشريعة الإسلامية في تنمية المال واستثماره هي إيجاد وعاء استثماري شرعي لتدويل وترويج مال المسلمين، وبما أن أموال المسلمين موجود بعضها في المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، فإن هذه الأخيرة لا يمكنها الاستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية بسبب اختلاف الضوابط الشرعية للعمل، فإن وجود سوق أوراق مالية إسلامية يضمن استثمار هذا المال وتنميته؛
- 4- تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة فرصة هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محافظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية؛
- 5- تأخذ أسواق الأوراق الإسلامية على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الاقتصادية خاصة في الأقطار التي تعمل ضمنها، حيث أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب، وإنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة في التوزيع؛
- 6- في ظل المنافسة القوية التي تفرضها الأسواق المالية التقليدية المعاصرة، فإنه من الضروري وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية نشيطة وناجحة، وذلك بمساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاطها من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية ومعاملتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- جمال لعامرة، تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص 6-7.

- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2015/2016، ص 137

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالية الإسلامية

تختلف ضوابط السلوك في الأسواق المالية الإسلامية باختلاف الأدوات المالية المتبادلة، غير أن أعمال الأسواق المالية الإسلامية تخضع لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية، ويمكن تقسيم تلك الضوابط إلى قسمين¹:

أولاً: الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية:

من أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن تحكم السوق المالية الإسلامية:

- 1- أن تكون لها هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية التي تقوم بمتابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي يقوم بها الأفراد والجماعات والمؤسسات والوحدات وغيرها، للتأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى.
- 2- أن يكون لها جهاز تدقيق شرعي داخلي مهمته متابعة ومطابقة الأعمال والتعاملات الجارية مطابقتها للوائح المنصوص عليها في قانون التأسيس.
- 3- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الدين والعقل والنفس والعرض والمال، وهدف تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية، تجنب البيوع غير المشروعة، التي يتم بعضها في الأسواق المالية المعاصرة.

1 انظر الى:

- محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص 388.
- نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003، ص 130.
- جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، غير منشورة، 2007/2006، ص 60.
- بن عطية سفيان الشارف ومكاوي الحبيب، بن عطية سفيان الشارف ومكاوي الحبيب، دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تنشيط فعالية أسواق المال الإسلامية، المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة سكيكدة، الجزائر، أبريل 2015، ص 07-08.

- 4- كما يجب ألا تقدم أساليب تمويل أو استثمار إلا في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل: الإجارة المنتهية بالتمليك، والصكوك الإسلامية، والمراجحة للأمر بالشراء، والتعامل بالاستصناع والاستصناع الموازي، وغير ذلك من الأدوات المالية والمنتجات المقبولة شرعا والمتداولة عرفاً.
- 5- شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للأسواق المالية.

ثانياً: الضوابط القانونية للسوق المالية الإسلامية

من أبرز الضوابط القانونية التي يجب أن تحكم السوق المالية الإسلامية:

- 1- الاشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى وذلك بأخذ الترخيص القانوني من البنك المركزي في نفس البلد.
 - 2- ان تكون لها هيئة رقابة قانونية والتي تقوم بوضع أطر وتنظيمات الواجب إتباعها لمنع التلاعب والغش والحد من العمليات غير المشروعة سواء كانت هذه التنظيمات عبارة عن قوانين أو لوائح أو قرارات إدارية صادرة من رئيس هيئة السوق الأوراق المالية.
 - 3- كما يجب قانونا الحصول على موافقة من طرف البنك المركزي فيما يخص كل المنتجات المالية والأدوات التي تستخدمها السوق المالية الإسلامية في مجال التمويل أو في مجال التداول والاستثمار، وأن تسعى جاهدة لشرح أحكام هذه الأدوات وتوضيح أهميتها حتى تحصل على ترخيص بمزاوتها خاصة أن بعض البنوك المركزية في الدول العربية والإسلامية غير محيطة بأعراف واساليب التمويل والاستثمار الإسلامية، ومنها أحكام الاسواق المالية الإسلامية وعملياتها وتعاملاتها.
 - 4- أن تكون على اتصال دائم بالبنك المركزي التابعة له حتى يبقى على علم بكل التطورات الحاصلة، وحتى لا تتجاوز الصلاحيات والحدود الممنوحة لها قانونا.
- وأخيراً، فإن هذه الضوابط الشرعية والقانونية تلعب دوراً استراتيجياً في تحسين أداء الاسواق المالية الإسلامية وتكسبه قدرة تنافسية عالية ومستمرة، تجعله في مستوى التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية العاصرة.

المبحث الثالث: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

تمهيد

ظهرت الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي للسندات التقليدية القائمة على الفائدة المحرمة شرعاً، وتعتبر من أهم مصادر التمويل لمختلف الأعوان الاقتصاديين، ومن أفضل الوسائل المساهمة في تمويل مشروعات البنية التحتية والتنمية الاقتصادية، لذلك سنتناول في هذا المبحث ثلاثة مطالب، الأول يشمل ماهية الصكوك الإسلامية والمطلب الثاني نتطرق فيه إلى آليات اصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها وواقع صكوك الإسلامية في العالم، أما المطلب الثالث فنخصصه لدراسة دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تزايدت أهمية الصكوك الإسلامية من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظراً لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميّزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى أنواعها الكثيرة والعديدة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية

سوف نتطرق في هذا الجزء الى تعريف بالصكوك الإسلامية واهميتها البالغة في دعم النشاط الاقتصادي العالمي بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية: لقد اختلفت تعاريف الصكوك المالية الإسلامية بين الفقهاء والباحثين وحتى تتمكن من استيعاب مفهوم الصكوك الإسلامية، ارتأينا أن نوضح ذلك عبر مفهومين، اللغوي والاصطلاحي:

لغة: الصكوك لغة هي جمع صك وصكوك وأصك وصكاك، ويقال: صكه صكا، أي دفعه بقوة، ومنه قوله تعالى: "فَصَكَّتْ وَجْهَهَا"¹، وقد تعني الصكوك في اللغة أيضاً بالضرب الشديد، وهناك معنى آخر للصك

¹ سورة الذاريات الآية 29.

وهو الكتاب* ، ويطلق الصك عادة على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، ولكنه يستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابتة فيه، فمن معاني "الصك" أنها وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه، وبهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة، التصرف فيما يحتويه من حق أو دين¹.

أما اصطلاحاً: فقد وردت عدة تعاريف حول الصكوك الإسلامية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي التصكيك (التوريق الإسلامي) بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"².

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستثمار 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 أجله"³.

ويوضح تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أن الصكوك هي شهادات تمثل حصص الملكية في الأصول الأساسية أو الأنشطة الاستثمارية، وإن هياكل الصكوك القائمة على حقوق الملكية لا تمثل حقوق الملكية في الأصول الملموسة بشكل مباشر؛ بل تمثل بدلاً من ذلك حصص ملكية في أصول مشاريع معينة أو أنشطة استثمارية خاصة.

* أصل كلمة "الصك": هي جك وهي كلمة فارسية معربة بمعنى كتاب، أنظر كتاب جبران مسعود "الرائد"، ط1، دار العلم للملايين، بيروت، 2003، ص 55.

¹ ابن رجب الحنبلي، القواعد، ط 1، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، 1391هـ، ص84.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 178(4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر في إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 01 إلى 05 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ 26 إلى 30 أبريل 2009.

³ انظر إلى:

-هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2007، ص288.

-Omar Salah, The Impact of the AAOIFI Resolution on Equity-Based Sukuk Structures, TISCO Working Paper Series on Banking, Finance and Services, Tilburg University, March 2011, P13.

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية، فيعرف الصكوك الإسلامية بأنها: "شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، وفقاً لأحكام الشريعة"¹.

وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب ويتم استخدامها فيما أصدرت من أجله.²

وانطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها: "وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً يدر دخلاً دورياً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية، ويراعى في ذلك عملية الاكتتاب وتحصيل الصكوك وبدأ تجسيد المشروع الاستثماري".

ثانياً: أهمية الصكوك الإسلامية

تتمثل أهمية الصكوك الإسلامية في جمع البنوك الإسلامية للأموال من أصحابها واستخدامها في الاستثمار أي عن طرق توظيفها في مشروع أو نشاط اقتصادي، وذلك من خلال اقتناء موجودات تعود بعائد أو دخل، والجدير بالذكر أن البنوك الإسلامية تجذب هذه الأموال وتحقيقها للسيولة اللازمة لإقامة مشاريعها الاستثمارية بأقل تكلفة تمويلية ممكنة، كما يسمح لحملة صكوك المشاركة في الدخل الناجم عن النشاط الاقتصادي³، يمكننا توضيح أهمية الصكوك الإسلامية في النقاط التالية:⁴

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية راس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009، ص3.

² بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص254.

³ فريدة تلي والزهرة بن بريكة، فعالية اصدار الصكوك الإسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للأسواق المالية الإسلامية ماليزيا، باكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد20، العدد01، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص23.

⁴ انظر إلى:

- سليمان ناصر وربيعه بن زايد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص 54
- عبد القوي ردمان ومحمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، مداخلة مقدمة الى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية، دمشق، سوريا، 2009، ص7-8.

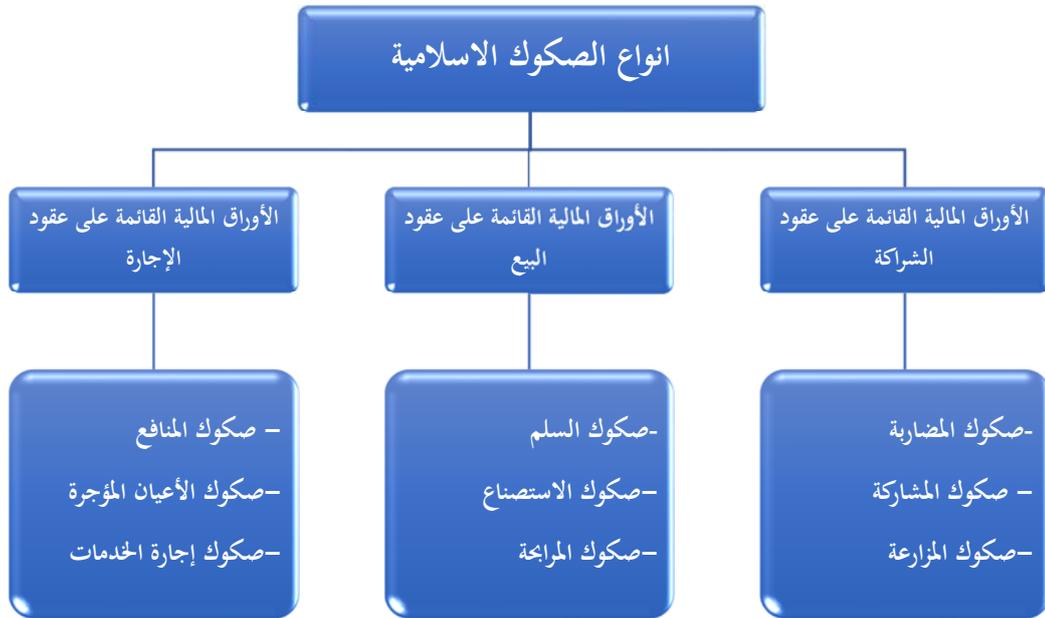
- 1- وصول فكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام المالي الإسلامي؛
- 2- تسهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا؛
- 3- تتيح للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطاتها الاستثمارية ومشاريعها التنموية؛
- 4- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛
- 5- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي؛
- 6- تساعد في تطوير أسواق المال الإسلامية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية، بديلة لشهادات الاستثمار والسندات؛
- 7- توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛
- 8- تعتبر حلول مبتكرة لإشكالات تمويلية التي تواجه الحكومات كتمويل العجز في الموازنة.

الفرع الثاني: أنواع صكوك المالية الإسلامية

ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، وأشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً من إصدارات الصكوك الإسلامية¹، وتختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، والشكل التالي يوضح الصكوك الأكثر انتشاراً والذي يمكن حصرها في الأنواع التالية:

¹ Andreas A. Jobst, The Economics Of Islamic Finance and Securitization, International monetary Fund, Washington United States, 2007, p19.

الشكل رقم (12): أنواع صكوك المالية الإسلامية



Source : Natif J.Adam, "The Evolution Of Sukuk", Establishing Singapore As An Islamic Financial Hub Sukuk Master Class, Sharajah Islamic Bank, 23 February 2006, P 18.

المصدر: مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة سوق ماليزيا، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 13 جوان 2013، ص 282

أولاً: الصكوك القائمة على أساس عقود الشراكة

وتنقسم هذه الأخيرة الى ثلاث أنواع وهي كالآتي:

- 1- **صكوك المضاربة:** إن الصيغة المتطورة لصكوك المضاربة، تتمثل في شهادات الاستثمار الإسلامي، التي أصدرها البنك الإسلامي للتنمية، وتمثل ملكية المستثمرين، وجاء وصف شهادات الاستثمار في محفظة البنوك الإسلامية التي يديرها البنك الإسلامي للتنمية بأنها: وجاء في تعريف آخر بأنها: "أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال"¹

¹ حسين حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة، ط 1، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 2001، ص 72.

كما تقوم صكوك المضاربة على أحكام عقد المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم ارباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل الخسارة، والمضارب يفقد عمله.¹ وتتم عدة مراحل نذكرها كالتالي:²

- يبدأ الطرف الذي يطلب التمويل (المنشئ) المعاملة من أسواق رأس المال، سيقوم المنشئ بإنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)^{3*}، وهي كيان قانوني غرضه الوحيد هو تسهيل المعاملة.

- يعترف المنشئ الدخول في اتفاقية مضاربة مع العديد من المستثمرين في أسواق رأس المال وتجعل الشركة ذات الغرض الخاص ذلك ممكناً.

- يدخل المنشئ أولاً في اتفاقية مضاربة مع الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV، وبموجب اتفاقية المضاربة هذه، سيكون المنشئ بمثابة المضارب بينما ستكون الشركة ذات الأغراض الخاصة هي رب المال.

- تحصل الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV على تمويل استثمار رأس المال في اتفاقية المضاربة من خلال إصدار شهادات الصكوك.

- قيام المستثمرون بشراء شهادات الصكوك هذه ويصبحون حاملي الصكوك.

- تمنح شهادة الصكوك حامل الصكوك حقاً في مصلحة وحقوق أصول المضاربة، ومن ثم فإن حاملي الصكوك سيصبحون المالكين المستفيدين لأسهم وحقوق ومصالح الشركة ذات الأغراض الخاصة في شراكة المضاربة.

وكما جرت العادة في المضاربة، يتم توزيع الأرباح بنسبة ثابتة متفق عليها بين الشركاء. وباعتبارهم المالكين المستفيدين، يحق لحاملي الصكوك الحصول على أرباح المضاربة. ومن ثم ستقوم الشركة ذات الأغراض الخاصة بدفع الأرباح إلى حاملي الصكوك. ونتيجة لذلك، فإن الدفعات الدورية ليست ذات عائد ثابت، ولكنها تعتمد على أداء مشروع المضاربة، وسيستمر هذا حتى تاريخ الاستحقاق، أما في حالة حدوث خسائر فسيتحملها بالكامل أصحاب رأس المال وهم حملة الصكوك، في حين يخسر المضارب وهو المنشئ جهده وعمله ما لم يفرط أو يخن.⁴

¹ Sahnoune Mahmoud, Lamraoui Hanane, Green Mudaraba Sukuk, Islamic finance: sukuk and takaful, ICISEF 2015 PROCEEDINGS, Volume III, Sakarya University, Turkey, p212.

² Omar Salah, The Impact of the AAOIFI Resolution on Equity-Based Sukuk Structures, TISCO Working Paper Series on Banking, Finance and Services, TILBURG UNIVERSITY, March 2011, P13.

^{3*} SPV (Special Purpose Vehicle) الشركة ذات الأغراض الخاصة: هي الجهة المصدرة لشهادات الصكوك. وقد تم تأسيسها خصيصاً كجزء من ترتيبات الصكوك لتبديل كل من الأموال وملكية الأصول بين منشئ الصكوك ومستثمري الصكوك.

⁴ Lahsasna, A., Hassan, M., & Rubi, A, Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules. Cham, Switzerland: Springer International Publishing Ag: Palgrave Macmillan, 2018, p68.

1-1 أنواع صكوك المضاربة

تأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور وهي:

أ- **صكوك المضاربة المطلقة:** هي صكوك محددة المدة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المتعددة للشركة صاحبة إصدار هذا النوع من الصكوك، طبقاً لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار، كما أن جهة الإصدار تكون غير ملتزمة بأي قيد من القيود الموجودة في النوع الأول، ويمكن لجهة الإصدار اختيار المشروعات المناسبة ولها حق الاستثمار المطلق.

ب- **صكوك المضاربة المقيدة:** يضبط هذا النوع من الصكوك بعقد مضاربة مقيدة يتضمن تقييد جهة الإصدار بالاستثمار في مشروع معين أو مجالاً معيناً، ولا يحق لها الخروج عنها، وإلا اعتبرت متعدية، وتكون محددة بمدة زمنية معينة حسب مدة المشروع، ويتم توزيع جزء من العائد تحت الحساب كل ثلاثة أو ستة أشهر مثلاً، على أن تتم التسوية النهائية عند انتهاء العمل من المشروع، وتحصل جهة الإصدار أو الوسيط المالي (وكيل الإصدار) الذي ينوب عنه والمتمثل عادة في الهيئة ذات الغرض الخاص، على جزء محدد من الربح مقابل الإدارة والتي تتحدد نسبته مقدماً في نشرة الإصدار¹.

ج- **صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:**

حيث ترد القيمة الإسمية للصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلاً 2.

د- **صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:**

في هذه الحالة يمكن لحملة الصكوك استرداد القيمة الإسمية للصكوك (مع تسجيل الأرباح التي تحققت والخسائر التي لحقت)، ويمكن توزيع الأرباح بشكل دوري وبقية استرداد القيمة الإسمية للصكوك عند نهاية المشروع³. أي ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2009م، ص40.

² علي محي الدين علي والقره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، ط3، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009، ص336

³ انظر إلى:

- عادل سالم محمد الصغير، صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها، مجلة المختار للعلوم الإنسانية، العدد22، جامعة المختار، ليبيا، 2013م، ص17.

- ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010م، رسالة ماجستير تخصص مالية وأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص56

هـ- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع:

يمكن رد قيمة صكوك المضاربة من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع، وذلك بأن تطرح فكرة تجسيد مشروع معين كبناء مركز تجاري أو مستشفى مثلا، ويصدر له مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، ويكون رد قيمتها بعد الانتهاء من المشروع من خلال تمليك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم¹.

2- **صكوك المشاركة:** وهي "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار"²، وهي مشابهة لصكوك المضاربة في عدة جوانب ولكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في ان أصحاب صكوك المشاركة لهم الحق في الإدارة واتخاذ القرارات الاستثمارية.³ وعليه فإن صكوك المشاركة محكومة بما يلي:⁴

- المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع أو نشاط معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها.

- آجال صكوك المشاركة تحدد بمدة المشروع أو النشاط محل عقد المشاركة ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

¹ برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة الدالية الإسلامية، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، جامعة قلمة، بالتعاون بين المدرسة العليا للتجارة والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص4.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية: النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1439هـ (نوفمبر 2017م)، المنامة، البحرين، 1437هـ، ص470.

³ سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003، ص11

⁴ فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1 - 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26-30 أفريل 2009 م، ص26.

2-1 أنواع صكوك المشاركة

لصكوك المشاركة عدة أنواع تختلف باختلاف مدة المشاركة منها:¹

أ- **صكوك المشاركة المستمرة (الدائمة):** وهذا النوع من الصكوك يشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواء أكانت الإدارة للمصدر (البنك) أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة، حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

ب- **صكوك المشاركة محددة (المؤقتة):**

وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، وهي تختلف عن النوع السابق في أنها تحدد بفترة زمنية متوسطة، وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية، وما إلى ذلك، وتكون نهايتها وفقا لإحدى الصورتين:

- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:**

حيث يسترد صاحب هذه الصكوك قيمتها وفق أقساط دورية، ويصرف لحاملها من الأرباح المحققة مما بقي له من رصيد رأسمال المشاركة الذي لم يحن موعد استرداده بعد.

- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر):**

تخصص هذه الصكوك لتمويل مشروع يشترك فيه البنك مع حاملها، وذلك لأجل متوسط (5 إلى 7 سنوات)، حيث يقوم المصدر في نهاية المشروع بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، أي تنتهي بتملك أحد الطرفين للمشروع تدريجيا، إما البنك وبالتالي خروج حاملي الصكوك، وإما العكس وبالتالي يبقى المشروع لحاملي الصكوك التي تتحول في هذه الحالة إلى أسهم في شركة ساهمة. وكمثال على ذلك (عند قيام مشروع حفر منجم مثلا، ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك المصدر هذه الآلات والتجهيزات).

¹ انظر إلى:

- سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 358-359.
- بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، جامعة غرداية، 2019/2020، ص 36.

كما تركز الخصائص الأساسية للصكوك القائمة على حقوق الملكية على سمتين أساسيتين؛ أولاً، لا يمكن ضمان رأس المال؛ وثانياً، تعتمد العوائد الدورية أيضاً على الأرباح الفعلية المحققة.¹

3- صكوك المزارعة، المساقاة والمغارسة

تعد صكوك المزارعات بشتى أنواعها أداة جيدة لتوفير التمويل اللازم للأنشطة الزراعية بصورها المختلفة.²

3-1 صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد؛³

يتم إصدارها من قبل مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعة بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد. ويمثل المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكة أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، كما قد يكون العكس المصدر هو (المزارع) صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.⁴

3-2 صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقى أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة بموجب ما حدده العقد.⁵

3-3 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؛⁶

¹ Asyraf Wajdi Dusuki, Challenges of Realizing Maqasid al-Shariah (Objectives of Shariah) in Islamic Capital Market: Special Focus on Equity-Based Sukuk, 3rd USM-ISDEV International Islamic Management Conference on Islamic Capital Market, Organised by Centre for Islamic Management Studies University Sains Malaysia; 28th & 29th October 2009, USM, Penang, P15.

² للمزيد انظر: عائشة بوتلجة وحمو زروفي آمال، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل القطاع الزراعي، مجلة الاقتصاد الحديث والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 01، 2018، ص 30-31.

³ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مؤتمر الدولي الخامس حول: الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامية إدارة المخاطر تنظيم والإشراف، 06-08 أكتوبر، معهد الدراسات المصرفية، عمان الأردن، 2012 ص 3-4.

⁴ نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 257.

⁵ صليحة عماري وآسيا سعدان، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013، ص 6.

⁶ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، الأردن، 2009، ص 96

ثانيا: الصكوك القائمة على أساس عقود البيع

1- صكوك المراجعة: تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيار الشرعي رقم

17 بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة

لحملة الصكوك.¹ إن تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة (كالأجهزة والمعدات) هو الهدف الأساسي من

إصدار صكوك المراجعة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك،

وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة.²

تتميز صكوك المراجعة بالعديد من الخصائص تذكر منها:³

- إعطاء إمكانية للأفراد والمؤسسات من اقتناء حاجياتهم على أساس الشريعة الإسلامية؛

- تعمل صكوك المراجعة على تحريك الدورة الاقتصادية؛

- إمكانية استثمار الأموال المدونة وتحقيق العائد المكافئ له؛

- تعمل صكوك المراجعة على توفير التمويل اللازم لتحقيق متطلبات التنمية على نطاق واسع؛

- تعمل صكوك المراجعة على توفير المتطلبات الأساسية من اجل تمويل مختلف القطاعات من أدوات ضرورية

للصناعة والزراعة ومن توفير كل المواد والمستلزمات الضرورية للعملية الإنتاجية.

والخلاصة أنه في عقد المراجعة يتحمل الممول المخاطرة الناتجة عن شراء السلعة والاحتفاظ بها لفترة

معينة ثم يبيعها بعد ذلك بعد إضافة مبلغ معين عليها كعائد مقابل المخاطرة، وهكذا ينتج الربح من خدمة

حقيقية تنطوي على مخاطرة،⁴ وفي حالة تعثر المستخدم النهائي فإن الممول لا يملك حق الرجوع إلا على

البضاعة الممولة ولا يمكن فرض رسوم أو جزاءات على أساس المبلغ القائم، وهذا يعني أن المبلغ الذي سيتم

تسديده لا يزداد بمرور الزمن مثل القروض التقليدية.⁵

2- صكوك الاستصناع: تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستصناع بأنها

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتصنيع سلعة، ويصبح مملوكا لحملة

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم: 17، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص 239

² بن عمارة نوال، مرجع سبق ذكره، ص 256.

³ محمد الأمين مصباحي، مرجع سبق ذكره، ص 200.

⁴ Mansour Faye, Mansour Ndiaye, Les produits financiers islamiques: contribution à la diversification du paysage de la microfinance au Sénégal, janvier 2012, op-cit, P7.

⁵ Michaël Moaté, La Creation D'un Droit Bancaire Islamique, Thèse de doctorat, version 1 du 16 Nov 2012 universite de la rochelle faculte de droit, science politique et gestion, P 75.

الصكوك.¹ كما أنها تشير إلى الشهادات ذات القيمة المتساوية التي تثبت ملكية حامل الشهادة غير المقسمة للأصل، بما في ذلك الحقوق في المستحقات الناشئة عن العقد الأساسي.² فالمصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة، المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدّة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.³

كما أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره المتعلق بعقد الاستصناع:⁴

- هو عقد يرد على العمل والعين في الذمة، يلزم الطرفين المتعاقدين مع الالتزام بالأركان والشروط المتمثلة في بيان جنس المستصنع من حيث النوعية (قدره والوصافه) وتحديد الآجال.
- يمكن أن يتفق العاقدان على شرطاً جزائياً ما لم تكن هناك ظروف قاهرة.
- يجوز في عقد الاستصناع تأجيل الثمن بالكامل أو تقسيطه إلى أقساط محددة القيمة والآجال.

تطرح صكوك الاستصناع لجمع مبلغ لصناعة آلة أو لإنشاء مبنى أو لمعدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ أكبر من المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثن البيع.⁵

3- **صكوك السلم:** تمثل ملكية شائعة في رأسمال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع. وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.⁶

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 11، مرجع سابق، ص 469.

² Suruhanjaya Sekuriti, securities commission, Guidelines On Islamic Capital Market Products And Services, Malaysia, 28 November 2022, p09.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 314.

⁴ قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 65(7/3) بشأن عقد الاستصناع، دورة المؤتمر السادس، بجدة، المملكة العربية السعودية، الموافق ل 9-14 ماي 1992م، ص 127.

⁵ نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 256.

⁶ نفس المرجع سابق، ص 255-257.

3-1 الأهمية الاقتصادية لصكوك السلم

الصكوك السلم دور وأهمية اقتصادية تلخصها على النحو الآتي:¹

- يعتبر إصدار صكوك السلم من مجالات عقود البيوع الآجلة، وعندما يتعلق الأمر ببعض المنتجات الضرورية الحياة الأفراد والمؤسسات بصورة خاصة (كمنتج القمح)، كما ان صكوك السلم تستخدم كذلك في تمويل مختلف المشاريع الطاقوية عن طريق تمويل إنتاج بضاعة أو خدمة تقوم الشركة على إنتاجها على أن تتم عملية التسليم بعد مدة زمنية محددة.
- الاستفادة من صكوك السلم في عملية تمويل مختلف المشاريع السكنية، وعندما يتم استلامها (الوحدات السكنية)، تقوم الجهات المصدرة للصكوك ببيعها على أقساط خلال مدة زمنية محددة.
- وجدت صكوك السلم كبديل إسلاميا شرعيا، عوض سندات الخزنة الحكومية الذي تستند على معدل سعر الفائدة الربوي المحرم شرعا، وهذا من أجل تغطية الاحتياجات الضرورية العاجلة التي يطلبها الإنفاق الحكومي، إذ يقوم على أساسها البنك المركزي باعتباره مديرا المحفظة صكوك السلم الإسلامية بشراء مختلف أنواع الأصول من منتجات زراعية كالقمح، والنفط ومشتقاته... بكميات ومواصفات محددة في وقت محدد في المستقبل.
- يعمل على توفير التمويل اللازم للحرفين وأصحاب المؤسسات الصغيرة المنتجة، بتوفير متطلبات الإنتاج (الآلات والمعدات والمواد الأولية ومستلزماتها) باعتبارها رأس مال سلم مقابل اقتناء والحصول على المنتجات وإعادة تسويقها؛
- حماية للمشتري (المستهلك) من إمكانية ارتفاع أسعار السلع، وتوفير فرصة مسبقة للبائع من اجل تسويق السلعة. وأخيرا، بقي أن نشير إلى أن الإشكال المطروح في صكوك السلم وهو أيضا مطروح في صكوك الاستصناع، هو مسألة التداول، حيث إن جمهور الفقهاء يرى بعدم جواز بيع السلع قبل قبضها.²

¹ محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص عقود ومالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، 2022/2021، ص 202-203.

² كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، طبعة تمهيدية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك(اردن)، ص20.

ثالثاً: الصكوك القائمة على أساس عقود الإجارة

تعرف على أنها "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية." ¹

كما صنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات وهي كالتالي: ²

1- **صكوك الأعيان المؤجرة:** وهي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر، حيث أنها تمثل صكوك ملكية لعين قد تكون أرضاً أو عقاراً أو آلة، وتكون العين المملوك مؤجر فهي تدر عائداً محددًا في عقد الإجارة. ³

2- **صكوك المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجود بغرض إجارة منافعها، استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

3- **صكوك إجارة الخدمات:** تعتبر وثيقة متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

وتتميز صكوك الإجارة بصلاحياتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات، كما تتمتع بمرونة على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول، وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقرة.

يمكننا إجمال الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة في الآتي: ⁴

- أ- إمكانية استخدام صكوك الإجارة في عملية التمويل المالي للمشاريع الضخمة؛
- ب- تتميز صكوك الإجارة بقابلية عملية التداول في سوق الأوراق المالية، كما تعتبر منخفضة المخاطر مقارنة بالأدوات التقليدية؛
- ت- تمتاز صكوك الإجارة بالتنوع من حيث المدة الزمنية بين المتوسط والطويل الأجل، كما تعطي إمكانية تملك المشروع عند نهاية العقد، كما تمكن البنك المركزي من استعمالها في عمليات السوق المفتوحة.

¹ Monzer kahf, The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap, Islamic Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol: 4, No: 2, May 1997, p 82.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص 288-289.

³ مفتاح صالح وسلطان مونية، مرجع سبق ذكره، ص 282

⁴ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية: انذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية مصر، 2011، ص 261.

الفرع الثالث: الخصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي¹:

1- **الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات:** تشمل الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يمول من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد مختلفة سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات الربوية؛

2- **الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.²

3- **الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك والاكات شبيهة بالسندات التقليدية،³ وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

4- **قابلية الصكوك الإسلامية للتداول:** تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً، غير أن قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلا بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع والسلم.

¹ انظر الى:

-العيفة عبد الحق، طبعة الملكية في هيكله الصكوك الإسلامية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جوان 2018، جامعة سطيف، ص124.

-خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي. الجزائر: جامعة قلمة، 2012، ص242.

² حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2003، ص06.

³ محمد أشرف دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، ص07.

5- **عدم قابلية الصكوك للتجزئة:** أي أن الصك الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاصٍ آخرين ذوي تركة بسبب الإرث أو نحوه، فلا بد أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة.

6- **التزام الصكوك بالضوابط الشرعية:** تضبط الصكوك الإسلامية بشروط الضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تقوم بها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها¹.

المطلب الثاني: آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها

تعد الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة في أسواق المال العالمية، نظراً للإقبال المتزايد عليها وانتشارها السريع، حيث أصبحت متاحة لجميع الأفراد، الشركات والحكومات في مختلف الدول، كان من اللازم أن تخضع للعديد من الأسس والقواعد والضوابط التي تنظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

أولاً: آلية إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

يتم عادة إصدار الصكوك الإسلامية تبعاً للمراحل التالية:²

1- **إعداد الهيكل التنظيمي:** الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب، ووضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات مختلف الجهات ذات الصلة والتي يتعين حسن اختيارها لتعزيز الثقة، الطمأنينة والامان لدى المكتتبين، وتتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك سواء كانت من طرف بعض البنوك (الممولين) أو من طرف الشركات المحتاجة للتمويل (المستفيد من التمويل)، وفي العادة تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء

¹ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص11.

² ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية -دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص162.

الأحكام والضوابط للتأكد من سلامتها من أي خلل شرعي، بالإضافة إلى الاستعانة مكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية تنظيم الإصدار مقابل عمولة.¹

2- **تمثيل حملة الصكوك " المستثمرين:** ويكون ذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي والمملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أن هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المسطرة؛ الموجودات المثلة بالصكوك؛ جمع الأموال التي ستمول طرح الصكوك للاكتتاب؛

3- **طرح الصكوك للاكتتاب:** وهدف منها جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات المثلة بالصكوك.

4- **تسويق الصكوك:** يتم إما بالطرح مباشرة للجمهور أو أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملها؛

5- **التعهد بتغطية الاكتتاب:** تسعى الجهة المصدرة للصكوك الى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية بتغطية الاكتتاب، حيث يلتزم بشراء ما لم يكتتب فيه وبيعه تدريجيا أو يحتفظ به كليا أو جزئيا بعدها يتم شراء الصكوك من المستثمرين الرئيسيين.

6- **آلية توزيع الأرباح والخسائر في الصكوك الاستثمارية الإسلامية:** تشمل نشرة إصدار صكوك الاستثمار الشرعية على كيفية توزيع الأرباح بين صاحب الإصدار (المضارب) وحملة الصكوك بنسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين وإما الخسارة فهي على أرباب الأموال بمقدار حصتهم في رأس المال، كما ينبغي أن يُعدَّ حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلنا، وتحت تصرف حملة الصكوك؛²

7- **مرحلة إطفاء صكوك الاستثمار الإسلامية:** ويقصد بها دفع قيمة الصكوك الاسمية المتفق عليها في التواريخ المحددة في نشرة الإصدار³، وبمعنى آخر إطفاء الصكوك تعني انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير، كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

¹ انظر الى:

- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مداخلة مقدمة الى المؤتمر السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي 15-17 ماي 2005م، ص693.

- وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحججي، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة، 2005 م، ص920-921.

² خامرة السعيد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018/2019، ص235

³ Zamir Lqbal and Abbas Mirakhor, An introduction to Islamic finance, theory and practice- John Wiley & Sons, Singapore, 2007, p178-180.

الشكل رقم (13): الأطراف الفاعلة في عملية اصدار الصكوك



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على حوري نادية، دور الصيرفة الاسلامية في تفعيل اسواق الاوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة الجزائر3، 2022/2021، ص105.

ثانيا: آليات تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

يراد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين،¹ أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ومن الناحية الشرعية يعد تداول الصكوك من التصرفات الجائزة شرعا، حيث يراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع التملك التي يمثلها الصك فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيودا على التصرفات في العروض، إلا إذا كانت أعيانها محرمة كالخمر أو شاب التعاقد ظلم أو غش إلى آخره، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة². وسنحاول التعرف على آلية تداول الصكوك الإسلامية حسب حالتها:³

¹ ساجي فاطيمة، آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 02، 2022، ص 113

² بن فايد الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص61

³ انظر الى:

- أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص91-96.

- ساجي فاطيمة، مرجع سبق ذكره، ص 113.

- بن فايد الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص61-62.

- سعيدة حرفوش، سوق الأوراق الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق ماليزيا-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية، 2009/2008، ص81-82.

- 1- تداول الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة جائز، لأن هذه الصكوك تمثل تلك الأعيان، فيكون تداول الصكوك إعادة بيع لتلك الأعيان، فلا خلاف حول بيعها وتداولها، لكون البيع هنا جزءاً مشاعاً من شيء موجود فعلاً، وهو جائز.
- 2- تداول الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة، لاشتمال العملية على بيع ما لم يقبض، وما يعرف ببيع صكوك الدين كصكوك السلم والاستصناع هو من قبيل البيع قبل القبض المنهي عنه شرعاً.
- 3- تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد غير جائز، ويكون ذلك بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل، لأن الصكوك في هذه المرحلة ما زالت تمثل نقوداً ولم تحول بعد إلى أصول فإن تداولها يأخذ حكم بيع النقد بالنقد؛ إلا أن تتحقق شروط بيع النقود ببعضها من التقابض وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك.
- 4- الصكوك التي اشترى بحصيلتها موجودات معينة يجوز تداولها، ويراعى في هذه الحال أن تكوين موجودات المشروع المملوكة لحملة الصكوك خليطاً من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً لسعر التراضي على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع.
- 5- مرحلة تصفية الصكوك، يقوم مديرها ببيع كافة الأعيان، وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون، وتحويل كافة الذمم إلى نقود؛ فلا يجوز في هذه الحال تداول الصكوك إلا بمراعاة شرط تساوي العوضين والتقابض.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

سوف نستعرض في هذا العنصر الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار وتداول واسترداد الصكوك الإسلامية.

أولاً: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

من أجل أن تتم عملية إصدار الصكوك الإسلامية لا بد من تسليط الضوء على الضوابط التي أقرتها هيئة المحاسبة والمراجعة في معاييرها الشرعية وبالضبط المعيار رقم 17، والمتفق عليها بين معظم المؤسسات المالية الإسلامية، وهذه الضوابط نستعرضها فيما يلي¹:

- 1- يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنجازه أو تمويله، وتستمر ملكية حامل الصك طيلة مدة تواجد المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث ووقف وغيرها من الأمور المشروعة، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل موجودات المشروع العينية والمعنوية وديونها.

¹ بن قايده الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 59.

2- يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه بالاككتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد الذي يمثله الصك، من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

3- يجوز للمؤسسة المالية ممثلة عادة بالبنوك المتعهد بالاككتاب أن يتعهد بشراء ما بقي من الصكوك التي لم يكتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاككتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يحصل المتعهد بالاككتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.¹

4- أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس عقد من عقود التمويل الإسلامي ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن العقود الاستثمارية (الصيغ) التي صدرت على أساسها الصكوك، وهذا بعد قفل باب الاككتاب وبداية العمل في المشروع.²

5- يجب مراعاة الشروط التالية في نشرة الإصدار وفق ما يلي³:

- أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد نوع صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المراجعة، أو السلم، أو المزارعة؛
- أن تكون الصيغة التي أصدر الصك على أساسها مستوفية لأركانها، وشروطها، وألا تتضمن شروطاً تناهية مقتضاها أو تخالف أحكام الشريعة؛
- ينبغي أن تنص النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته؛
- ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية؛

¹ رشام كهينة، رزقي حياة، الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية الدولية - بورصة ماليزيا نموذجاً للفترة 2008-2020، مجلة دراسات وابحاث، مجلد 13، العدد 05، جامعة أكلي محمد اولج البويرة، أكتوبر 2021، ص 342.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

³ انظر الى:

- شافية كتاب، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة سطيف 1، 2014، ص 87-88.

- بدروني هدى، دور صكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية تجارب دولية، مرجع سابق، ص 85-86.

- أن تتضمن النشرة شروط التعاقد كل المعلومات والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ووكيل الدفع، وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم؛

- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصًا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الاتفاق على نسب التوزيع.

- لا يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود التنضيق الدوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو تقلبات في العوائد مستقبلاً، على اعتبار أن هذا الشرط يكون بالتراضي بين الطرفين.

ثانياً: ضوابط تداول الصكوك واستردادها

تتمثل ضوابط تداول الصكوك الإسلامية في:¹

1- يجوز تداول واسترداد الصكوك إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

2- يجوز في الصكوك القابلة للتداول أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

3- يجوز تداول الصكوك واستردادها بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، مثل القيد في السجلات أو الوسائل الالكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.

¹ انظر الى:

- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص 479-482.

- حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به، ورقة عمل مقدمة الى حلقة: الصكوك الإسلامية، طبيعتها وتطبيقها، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص 15.

- رشام كهينة، رزقي حياة، مرجع سبق ذكره، ص 342-343.

- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. مداخلة مقدمة الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009، ص 19.

4- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الوعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

بالإضافة الى الضوابط سالفه الذكر، لابد من مراعاة الضوابط التي لا تقل أهمية عن الضوابط المذكورة سابقا وهي كالآتي:

- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين من قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.

المطلب الثالث: واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في أسواق الأوراق المالية

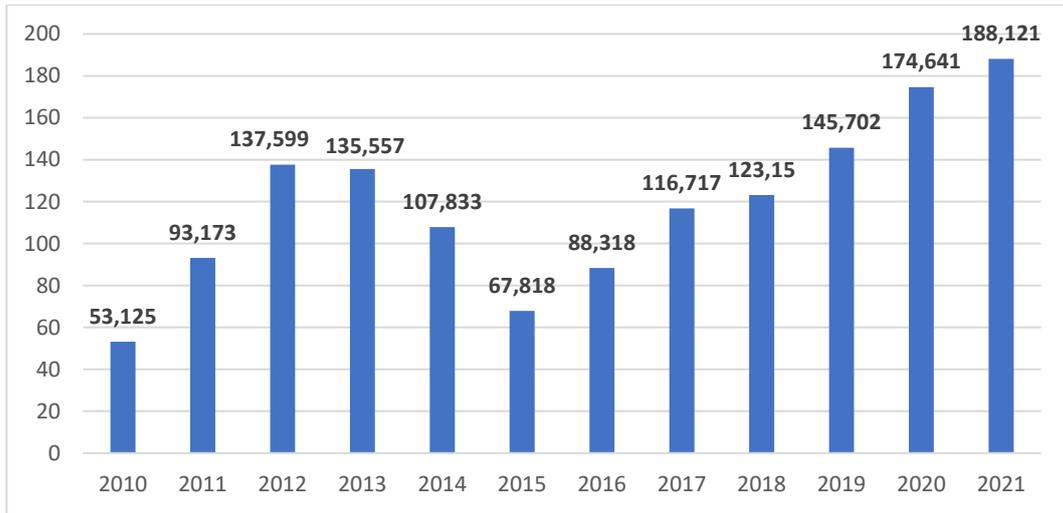
تعد الصكوك الإسلامية أحد أهم مصادر التمويل في إطار التمويل الإسلامي، كما تعتبر من أبرز وأنجح أدوات الصناعة المالية الإسلامية، ومن أهم أسباب تزايد الاهتمام بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية مؤخرا يعود إلى قدرتها الكبيرة على دعم وتعزيز التنمية الاقتصادية من خلال الدور الذي تلعبه على مستوى الاقتصاد ككل. وذلك ما أدى الى تحاف المستثمرين بشتى انواعهم الى دخول السوق، لذا سنتطرق في هذا الجزء الى التعرف على كل من اجمالي إصدارات الصكوك العالمية، حجم التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية وأبرز الدول المتصدرة للإصدار الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001-ديسمبر 2021)

شهدت الصكوك الإسلامية إقبالا واسعا من طرف العديد من المستثمرين الذين لا يرغبون في التعامل بالسندات التقليدية، الامر الذي شجع الهيئات المالية في العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية على

حد سواء، الاقبال على إصدار هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية، والشكل الموالي يوضح إجمالي إصدارات الصكوك العالمية من الفترة (2001-2021) كما يلي:

الشكل رقم (14): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001-ديسمبر 2021) جميع العملات بملايين الدولارات



Source: IIFM Sukuk Report (11th Edition, August 2022), P 29

بلغ إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية 188.121 مليار دولار أمريكي خلال عام 2021م، وهي أعلى قيمة لإصدارات الصكوك السنوية. وكما هو موضح في الرسم البياني أعلاه، أظهر إصدار الصكوك العالمية زيادة برقم واحد تبلغ حوالي 7.72% سنويًا. أو (174.641 مليار دولار أمريكي في عام 2020 إلى 188.121 مليار دولار أمريكي في عام 2021).

كما بلغت 174.64 مليار دولار أمريكي خلال عام 2020م، وذلك بمعدل نمو قدر بـ 19.84% مقارنة بعام 2019م وهي أعلى قيمة لإصدار الصكوك منذ نشأتها. إذ كما يظهر من خلال الشكل (رقم 13) أن سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة من (2010-2013م) حقق رواجًا كبيرًا إذ بلغت قيمة الصكوك فيها أكثر من 135 مليار دولار أمريكي خلال عام 2013م، بعدها شهدت الصكوك الإسلامية انخفاضًا معتبرًا خلال الفترة (2014-2016)، لتستمر في الارتفاع بعد ذلك إلى غاية 2021م وهو ما يؤكد أن الصكوك الإسلامية أصبحت محركًا رئيسيًا لأسواق رأس المال في العالم.

الفرع الثاني: حجم التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية بين الفترة (2001-2021)

يبين الجدول أدناه رقم (04) عدد إصدارات الصكوك العالمية وقيمتها المالية ونسبتها من المجموع الكلي لحجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية حسب التوزيع الإقليمي لمواقع الدول العربية والإسلامية وباقي دول العالم الأخرى على النحو التالي:

الجدول رقم (04): حجم التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية بين الفترة (2001-2021)

النسبة المئوية	مليون دولار أمريكي	عدد الإصدارات	المنطقة
66.95%	1.078.537	9.770	آسيا والشرق الأقصى
25.95%	418.139	1.075	دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط
1.55%	25.279	753	إفريقيا
5.53%	89.077	1.180	أوروبا ودول أخرى
100%	1.611.032	12.778	المجموع

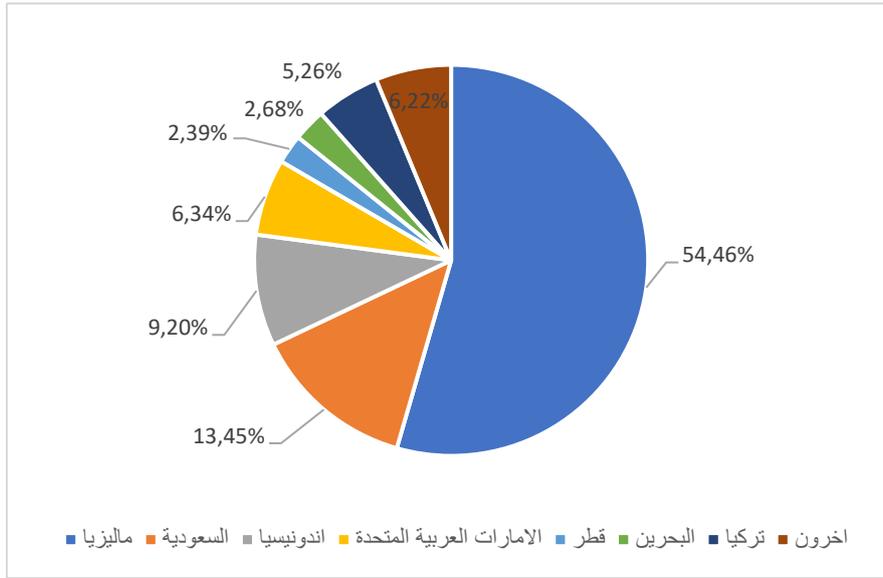
Source : IIFM Sukuk Report (11th Edition, August 2022) P 83-84.

الجدول رقم (04) أعلاه يوضح لنا التوزيع الإقليمي (الجغرافي) لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حيث نلاحظ أن منذ إنشاء سوق الصكوك لا تزال دول آسيا هي الرائدة والمهيمنة فيها خلال طول الفترة (2001-2021)، حيث سجلت نسبة 66.95% من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية بـ 1.078.537 مليون دولار أمريكي على وجه التحديد (ماليزيا، إندونيسيا، باكستان وبروناي...)، تليها دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط كثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية 25.95% من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية بـ 418.139 مليون دولار أمريكي، ومثل ما تميزت هذه المناطق التي تعتبر المناطق الرئيسية التي تقود سوق الصكوك يتواجد هناك مناطق أخرى في العالم استحوذت نسب معينة من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية كمنطقة إفريقيا التي بلغ فيها حجم إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية 25.279 مليار دولار بنسبة 1.55% و دول أوروبا مع دول أخرى تتزايد سنويا حصتها في السوق بشكل مباشر أو غير مباشر استحوذت نسبة 5.53% من إجمالي الإصدارات العالمية بـ 89.077 مليون دولار أمريكي.

الفرع الثالث: توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب الدول خلال الفترة من (2001-2021)

يبين الشكل رقم (14) أدناه إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول، حيث تتركز الإصدارات العالمية للصكوك بشكل كبير في ثمان دول تدير ما نسبته 93.66% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم و المتمثلة في: ماليزيا التي تحتل صدارة الإصدار بنسبة 54.46% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك العالمية و بحجم 877,410 مليون دولار خلال الفترة (2001_2021م)، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 13,45%، ثم اندونيسيا بنسبة 9,2% في المرتبة الثانية، بعدها الإمارات العربية المتحدة بنسبة 6,34%، ثم كل من تركيا، البحرين، قطر بنسب 5,26%، 2,68%، 2.39% على التوالي، في حين لا تتجاوز باقي إصدارات البلدان الأخرى 6.22% من الإصدار العالمي.

الشكل رقم (15): توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب الدول خلال الفترة من (2001-2021)



Source: IIFM Sukuk Report (11th Edition, August 2022) P 83-85

المطلب الرابع: أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية

يتوقف نجاح أي سوق للأوراق المالية على مدى الدعم الذي يمكن أن تقدمه المنتجات المالية متداولة فيه، ومع تنوع الأدوات التي تتضمنها هذه الأسواق من أدوات تقليدية أو إسلامية، لذلك اقتضت الضرورة إلى إبراز مساهمة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، باعتبارها أحد أهم البدائل الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية العالمية.

الفرع الأول: مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية

الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية وعجز الموازنة، حيث تتميز الصكوك الاستثمارية الإسلامية بالعديد من الخصائص التي تجعلها قادرة على القيام بالوساطة المالية مما يساهم في التنمية، ومن أبرزها الحاجة إلى الوساطة المالية التي تنشأ من تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة. على سبيل المثال، صاحب المال الذي لا يعرف كيفية زيادة أو تنمية ثروته يتواصل مع شخص لديه مهارات وخبرات تجارية ولكن ليس لديه المال. تنشأ الحاجة إلى طرف مختلف يعمل كوسيط في مثل هذه الظروف لإرضاء الطرفين مقابل سعر أو ربح معين. ومن الآن فصاعداً يمكن للصكوك الإسلامية أن تفعل ذلك، وهو ما يمكن توضيحه على النحو التالي:¹

أولاً: دور التنموي للصكوك الإسلامية (تحصيل الموارد المالية وتمويل المشاريع الاستثمارية)

تساهم الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنية التحتية كالجسور والموانئ والمطارات والطرق وغيرها، كما يمكن أيضاً استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات ويتجلى ذلك فيما يلي:

1- **تحصيل الموارد المالية:** يعد جمع وتعبئة المدخرات بمختلف فئاتها من خصائص الصكوك الإسلامية بسبب تنوعها من آجال قصيرة ومتوسطة إلى طويلة، بالإضافة إلى تنوع الفئات من حيث القيمة المالية، بالإضافة إلى تنوع الأغراض وطرق الحصول على العائدات وإمكانية التداول في السوق الثانوية للسيولة التي تم الحصول عليها. وبنفس القدر من الأهمية، لا تتمتع الصكوك الإسلامية بميزات مخاطر أسعار الفائدة حيث لم يتم التعامل بها في المقام الأول، كما أن مخاطر التضخم لا تمثل مشكلة لأن الصكوك ليست فقط غير معرضة لها ولكن يمكن أن تتأثر بها بشكل إيجابي. لسبب بسيط أنها تمثل أصولاً حقيقية في شكل أشياء وخدمات ترتفع أسعارها وفقاً لمستوى الأسعار العام. وفي هذه الحالة فإن إيرادات الصكوك ستتمو بشكل

¹ Toualbia Nihad, Metarref Aouatef , Bahloul Latifa, The Role of Islamic Sukuk in Financing Public Deficit and Infrastructure- Malaysia Project as a Model, Abaad Iktissadia Review ,Vol: 10 N°: 02,2020, P552-553.

راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد 01، افريل 2018، ص63-64.

كبير بالنسبة للأشياء وأصول الخدمات. علاوة على ذلك، تتضمن الصكوك الإسلامية توجيه الموارد المجمعة إلى مجالات استثمار حقيقية، وهو ما يعتبر عملية سهلة بسبب طبيعتها المتنوعة التي تناسب مختلف القطاعات الاقتصادية، حيث أن كل إصدار يمول قطاعاً معيناً.

2- تمويل مشاريع البنية التحتية

تفي الصكوك الإسلامية بمتطلبات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية التي يتطلب بناءها رؤوس أموال كبيرة، بدلاً من الاعتماد على سندات الخزانة والدين العام. وعلى سبيل المثال، يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات منفعة عامة مثل تمويل الجسور والمطارات والطرق وبناء السدود... إلخ. وفي هذه الحالة، فإن الحكومة التي تعتبر المستأجر من حملة الصكوك، أي سيقوم أصحاب هذه العقارات المؤجرة من الدولة بتوفير تلك المشاريع لاستخدام المواطنين ومنافعهم. كما يمكن استخدام صكوك الإجارة في تمويل برامج الإسكان والتطوير العقاري، إذ يمكن للبورصة الإسلامية بأدواتها وأساليبها المتنوعة أن تقود المشاريع الحكومية، وبرامج الصناديق الفعالة بتكاليف منخفضة وآجال مختلفة.

الفرع الثاني: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة أسواق الأوراق المالية

تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية، من خلال المزايا العديدة التي توفرها لمختلف المتعاملين في مجالها، وسنذكر أهم المزايا التي تحققها هذه الصكوك لسوق الأوراق المالية كالاتي:¹

1- إن ابتداء أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يُعد أمراً حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات (الزراعية، الصناعية، العقارية).

¹ انظر الى:

- شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 111-112.

- كريمة أبوشعالة وعزالدين حملة، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في السودان (2016-2018)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 74، جويلية 2018، ص 36-37.

- 2- تعدد الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية؛
 - 3- تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراءاً للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛
 - 1- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، التي تشمل: صكوك الشركات والمؤسسات، وصكوك البنوك الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك.
 - 2- إنّ تمتع الصكوك بالتداول في السوق المالية، يؤدي إلى توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً؛
 - 3- إنّ تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛
 - 4- إنّ ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.
- عموماً، فلقد نجحت صيغة صكوك الاستثمار الإسلامية في تمويل التنمية في عديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية مثل دول الخليج والاردن وماليزيا وأندونيسيا وفي بعض الدول الأوروبية وتركيا، كما شاع تطبيقها بعد الأزمة المالية العالمية، وتعتبر من أحدث صيغ التمويل في العالم، وتتسم هذه الصيغة بالعديد من المزايا التي تناسب شرائح عديدة من المستثمرين ورجال الأعمال والحكومات، لأنها تتسم بالمرونة وسهولة الإصدار والتداول وقلة المخاطر.¹

الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

للصكوك الإسلامية دور كبير في تدعيم، تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية بشكل عام، وذلك من خلال دورها الفعال في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من ناحية واجتذاب مثير

¹ دغوم هشام وقبايلي عبد النور، آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 06، العدد 02، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي الجزائر، ديسمبر 2021، ص 303.

من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق من ناحية أخرى، وذلك لما يتوفر في هذه الصكوك من ميزات أعطتها أهمية كبيرة، فقد ساهمت الصكوك الإسلامية في حل بعض المشكلات والحد من العراقيل التي تواجه نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية الإسلامية منها مشكلة وجود الفرص الاستثمارية الجاهزة، عدم فاعلية الأدوات المالية التقليدية لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، والاعتماد على المؤسسات الدولية للحصول على التمويل اللازم وعلى حركة رؤوس الأموال الخارجية والتخوف من الانفتاح على الأسواق الخارجية،¹ ولتوضيح مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:²

1- إدراج الصكوك الإسلامية في السوق: تقدم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات أدوات مالية إسلامية جديدة التي تقوم على أسس التمويل الإسلامي، كما يمكن أن يشكل إدراج الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية لسوق الأوراق المالية لما ينتج عنها من التخلص من مشكلة ضيق السوق، إذ تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية المتاحة وبالتالي توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية؛

2- انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا: تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا، والمساهمة في حملة الإصلاح المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة؛

3- زيادة رسملة سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين فيها: يقصد برسملة السوق إجمالي الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويقاس معدل الرسملة السوق من خلال القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على كبر حجم السوق، كما يرتبط هذا المعدل ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر،³ فتنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية تعد صيغة بديلة للمعاملات والأدوات المالية التي لا تراعي الضوابط الشرعية، وهذا بدوره يساهم

¹ بوشناق فايزة، ن. بارك، و. بن داودية، الصكوك الإسلامية كبداية لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17، العدد 26، 2021، ص 261.

² خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص 249

³ عاطف وليم إندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، دار شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 95.

في جذب رؤوس الأموال الطائلة لدى المستثمرين الملتزمين بالضوابط الشرعية والمقيمين خارج المدى الجغرافي الذي تنشط فيه السوق، مما يؤدي إلى توسع حجم سوق الأوراق المالية وانتعاشها؛

4- تقليص دور الوساطة التقليدية: ان تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة، ساعد وبشكل كبير عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل، وذلك بانتقال الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الاموال مباشرة لصالح الجمهور ولحسابه، إلى جانب توجه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى سوق الأوراق المالية دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، وبذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي وسوق الأوراق المالية؛

5- زيادة الاهتمام بالأسواق الأولية وتطويرها: فمن أهم المعوقات التي تقف أمام أسواق الأوراق المالية دون تحقيق أهدافها المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية، وما ينتج عن ذلك من عدم الاهتمام باكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وتجسيدها في شكل مشاريع معينة مدروسة الجدوى، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق الأوراق المالية، فالصكوك الإسلامية تدفع باتجاه تطوير السوق الأولية من خلال إنشاء مشروعات منتجة وخلق مؤسسات التصكيك (SVP) لإدارة الاكتتاب في هذه المشروعات، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، حيث يعتبر ذلك هو المعيار الأساسي للحكم على مدى نجاح سوق الأوراق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل؛

6- الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية: فالكفاءة تعني في أحد أوجهها التخصيص الأمثل للموارد المالية، وهذا يقودنا للاهتمام بالسوق الأولية باعتبارها تربط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، وهذا ما تدفع باتجاهه الصكوك الإسلامية فهي ترتبط دائما بأصول حقيقية، كما ان الكفاءة تعني أيضا تساوي الأسعار السوقية للأوراق المالية مع قيمتها العادلة، فنجد أن الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق ذلك، باعتبارها أدوات مالية ذات شفافية عالية تحسن بنية المعلومات في السوق، كما أن إصدار الصكوك يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق، وتأسيسا على ما سبق يمكننا القول ان الصكوك الإسلامية باستطاعتها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تبعد عن الغرر والغش والمجازفات الهدامة التي تؤثر سلبا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي تضعف كفاءة الأسواق، وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يؤدي الى انحراف سوق المال عن رسالته التنموية النبيلة.¹

¹ بدروني هدى، دور صكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية تجارب دولية، مرجع سبق ذكره، ص 135.

خلاصة الفصل

ظهرت فكرة سوق الأوراق المالية منذ ان فكر الانسان باستغلال مدخراته، وتطورت بعدها انعكاسا للظروف والاحتياجات المتزايدة في البلدان التي قامت فيها تلك الأسواق، فنشأتها لم تكن بمحض الصدفة بل كانت لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي، لقياس درجة تطور الأسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات كدلائل على أي تغيرات حصلت في السوق، كما تعتبر الكفاءة في أسواق الأوراق المالية من أهم خصائص السوق لأنها تعبر عن مدى انعكاس المعلومات وكافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق إيجابيا وسلبيا.

لقد عملت الأسواق على ابتكار صياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهير بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة لأحكام الشرعية، لرفع مستوى الثقة بين مشاركي والمتعاملين في السوق لا سيما المستثمرين المسلمين.

تصدر الصكوك الإسلامية في السوق الأولية وفق العقود الشرعية مادام مستوفيا للشروط العقد الأصلي أما تداولها في السوق خاضع لنوع الصك بحد ذاته فهناك اشكال من الإصدارات وانتقال ملكيتها يدخلها في المحرمات والشبهات التي حذر منها الاسلام، فبرغم من حداثة هذا السوق إلا انها عرفت تطورا متسارعا، وهو ما يجعل من عملية إدراج الصكوك ضمن الادوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية اختبارا حقيقيا لها، يبرز مدى قدرتها على تعبئة المدخرات المالية المحلية والأجنبية ومساهمتها في تنشيط سوق الاوراق المالية، وهذا لا يخفي انه هناك أداة أخرى مهمة ويجب الإشارة عليها في بحثنا هذا وهي المحفظة الاستثمارية والتي سوف نتعرف عليها أكثر في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

تمهيد

ساهمت المحافظ الاستثمارية هي الأخرى في ازدهار أسواق الأوراق المالية من خلال جمع المدخرات من أفراد المجتمع واستثمارها بطرق شرعية في سوق الأوراق المالية، ان اعتماد المستثمر في استثماره على أداة استثمارية واحدة قد يعرضه إلى خسائر كبيرة إذا تعرضت تلك الأداة إلى مخاطر -تقلب أسعارها - وعدم تحقيقها العائد المتوقع، أما المستثمر الذي يعتمد على تشكيلة من الأدوات في محفظة استثمارية، فإنه إذا أصاب الخطر إحدى تلك الأدوات يمكن تعويضه بعوائد الأدوات الاستثمارية الأخرى، وان الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد و على ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملات ثابتة ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى تشكيل محفظة متنوعة، وعلى هذا الأساس سيتم من خلال هذا الفصل التعرف بمكونات المحفظة الاستثمارية، صناديق الاستثمار الإسلامية واهم اساليب قياس أدائها، وهذا ضمن ثلاث مباحث:

المبحث الأول: بناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها

المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: بناء وتقييم المحافظ الاستثمارية وقياس أدائها

المبحث الأول: بناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها

تمهيد

تعتبر صناديق الاستثمار محافظ استثمارية لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها من خلال محافظ الأوراق المالية تديرها جهة ذات خبرة ودراية في إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية، حيث تدور الفكرة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية حول تحقيق أقصى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطر، وتنوع أصول المحافظ الاستثمارية من محفظة إلى أخرى سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية أو الاثنين معا، وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها أو مأجورا، وتعكس هذه الأخيرة هدف المستثمرين في هذه المحافظ ورغباتهم واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطرة.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

تلعب المحفظة دورا هاما في عالم الاستثمار، فهي تشغل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية، تنبع أهمية هذا الدور من المنافع التي تحققها للمستثمر معبرا عنها بتخفيض المخاطر التي يتعرض لها وإمكانية قياس العائد المتوقع من الاستثمار. ويعود الفضل في بناء نظرية المحفظة إلى "هاري ماركوفيتز، Harry Markowitz" إذ شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى ذات علاقة بها¹.

الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة

أولا: تعريف المحفظة الاستثمارية

لأجل توضيح مفهوم المحفظة الاستثمارية، نحاول عرض المفاهيم التالية:

تعرف المحفظة بأنها "مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة (الاستثمارات)، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال، وتعالج 'نظرية المحافظ' مشكلة اختيار المحافظ المثلى، وهي تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد."²

التعريف الأول: تعرف المحفظة المالية على أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجد

¹ صفة صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص52.

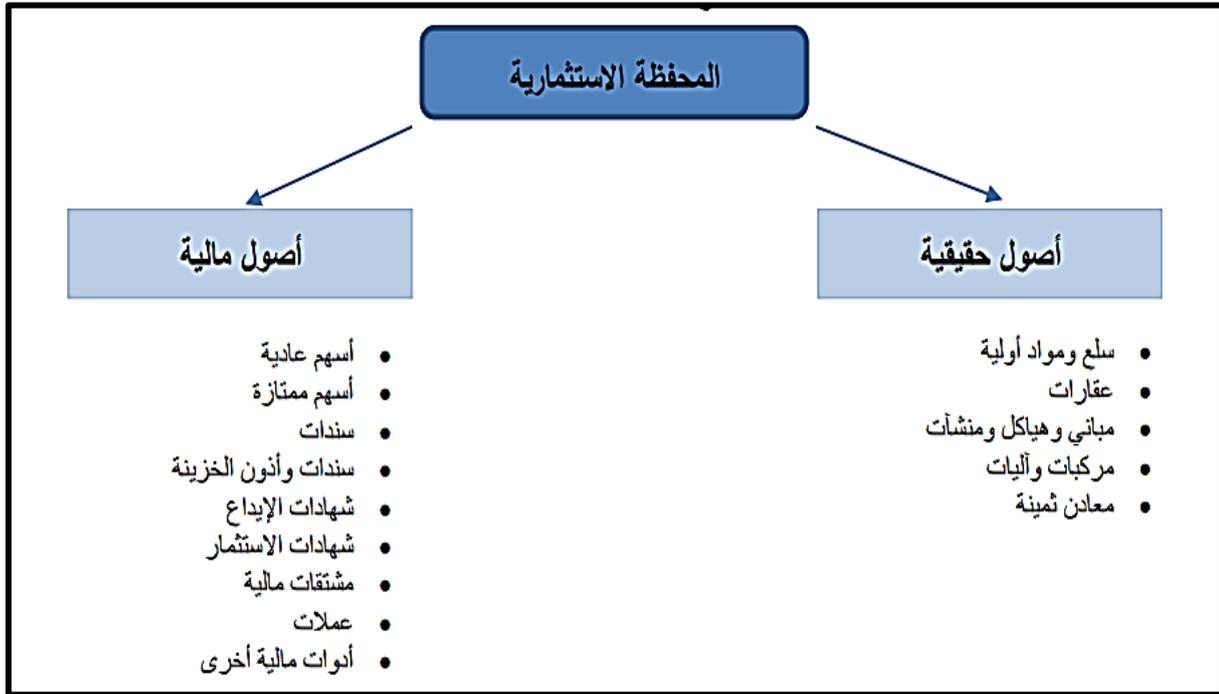
² محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص267.

تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها.¹

التعريف الثاني: ان المحفظة الاستثمارية هي مزيج ملائم أو مجموعة من الاستثمارات المملوكة لمؤسسة أو فرد معين، ويعرف المصدر ذاته إدارة المحافظ على انها فن وعلم صناعة القرارات حول مزيج الاستثمار وسياسته، ومطابقة الاستثمارات مع الأهداف، تخصيص وتوزيع ثروة واصول الافراد والمؤسسات، وتحقيق التوازن بين خطر وأداء المحفظة".²

التعريف الثالث: المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية، يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية قيمتها السوقية أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.³

الشكل رقم (16): نموذج المحفظة الاستثمارية



المصدر: ناظم محمد نوري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل، عمان، 1999، ص267.

ثانيا: تطور نظرية المحفظة

تقوم نظرية المحفظة على أسس النظرية الاقتصادية (نظرية المنفعة) حيث يعود الفضل لماركوفيتز في تطوير نظرية المحفظة بنشره في سبتمبر عام 1952م، بحثا تضمن المبادئ الأساسية لتشكيل المحفظة، واعتمد على تباين

¹ محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999، ص 65.

² Bilau. Bogdan, Portfolio Management (for institutional investors), CFA, CFA Romania, 2010, p3.

³ كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية؛ تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004، ص 37.

معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة، واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العوائد والمخاطرة، وقد وجد بأن الارتباط إذا كان موجبا فإن ذلك يؤكد إمكانية تعويض الخسائر، وبالعكس إذا كان الارتباط سالبا¹، وقد اعتمد هاري ماركويتز في بناء نموذج على الفرضيات الأساسية الآتية²:

- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة؛
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علما أن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة؛
- يمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للفوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية؛
- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر، أو أنهم سيفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

واعتمادا على هذه الفرضيات وضع ماركويتز تقسيما كميا لعلاقة العوائد بالمخاطر وطور أسلوبا يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى، التي تقوم على فكرة أساسية وهي ان منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين: أحدهما العائد المتوقع، والآخر التباين (أو الانحراف المعياري) لهذا العائد، وهنا فإن المستثمر يفضل في النهاية عائدا متوقعا أعلى، وتباينا أدنى للعائد المتوقع.

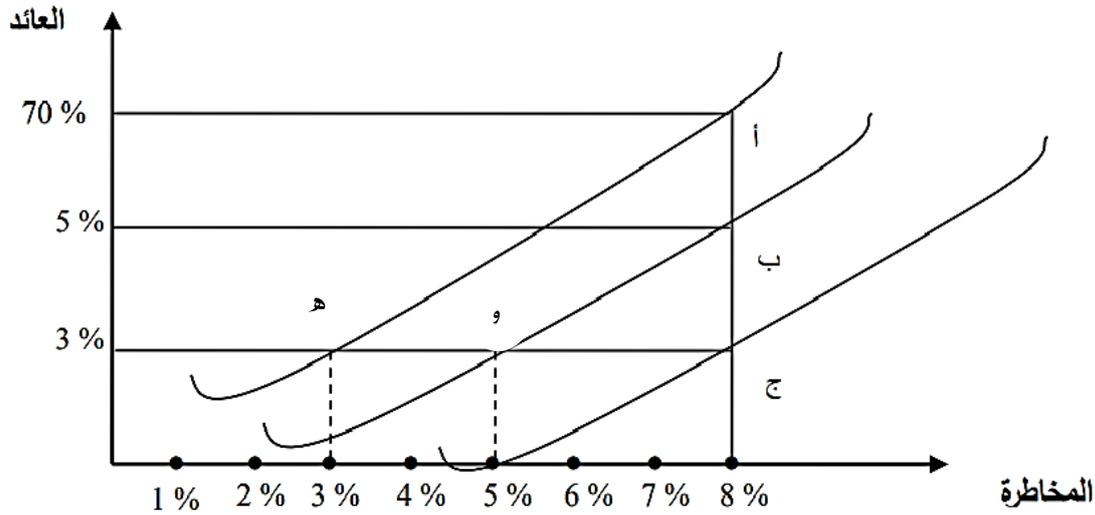
وفي الستينيات قام Sharp.W ثم Linter و Mossin بشكل مستقل بتطوير نظرية ماركويتز، وتناول هذا التطوير ثلاثة أمور أساسية:

- إدخال مفهوم العائد عديم المخاطرة.
 - بناء نظرية سوق رأس المال من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM أو MEDAF.
 - وضع مؤشر الدليل المنفرد.
- وأخيرا في فترة السبعينيات انتقدت نظرية CAPM بسبب اعتمادها على فرضيات مقيدة للتحليل، وبين حصر مؤشرات المخاطرة في β فظهرت نظرية تسعير المقاصصة APT التي قدمت من قبل Aross.A.S الذي نشر دراسة خاصة حولها في عام 1976.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004، ص 193.

² نعمان محصول ونور الدين محرز، تقييم الاستثمار الاوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد 02، المجلد 15، جامعة الاغواط، جوان 2018، ص 59.

الشكل رقم (17): رسم بياني يمثل تفضيل المستثمر للمخاطرة والعائد في إطار نظرية المحفظة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص 193.

يتضح لنا من خلال الشكل أن المستثمر بإمكانه الانتقال من (أ) إلى (ج) عند مستوى واحد من المخاطرة، كما أنه بإمكانه الانتقال من (ج) إلى (هـ) لتخفيض المخاطرة عند مستوى هذا العائد، وهذا يمكن المستثمر التحرك على هذه المنحنيات في ضوء تفضيلاته للعائد والمخاطرة.

كما تعتمد نظرية المحفظة على مبدأ التنوع، وهو مبدأ يمثل القاعدة الأساسية التي يعتمدها المستثمر في تخصيص أمواله بين عدد من الأوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من المخاطر، بهدف توزيع الأخطار التي تتعرض لها المحفظة، وجعلها عند أدنى مستوى لها، والتنوع في إطار المحفظة يعمل على تدنية المخاطر غير المنتظمة إلى حدودها الدنيا، بحيث تبقى المخاطر المنتظمة التي يمكن قياسها بمعامل بيتا* المؤشر المرجح على المحفظة، والتي يمكن لمبدأ التنوع إزالة أثرها.¹

* سوف يتم التطرق إلى المعامل بيتا بالتفصيل في المبحث الثالث لهذا الفصل.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 192.

الفرع الثاني: أهداف المحفظة الاستثمارية

تتمثل أهداف تكوين وإدارة المحفظة فيما يلي:¹

- تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.
- تساعد المحفظة الاستثمارية في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية والتي بدورها تنوع درجة المخاطرة والعائد، فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب، باتجاه تآكل رأس المال؛
- تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.
- تحقيق الدخل بشكل مستقر ومستمر يتيح فرصة الاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة، وبالتالي تحقيق عائد دوري؛
- تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل المخاطر المتوقعة من خلال تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية، ولذلك تعمل الإدارة الفعالة على تحقيق هذا الهدف من خلال التكوين الكفء المحتويات المحفظة؛
- تحقيق السيولة المناسبة تعمل إدارة المحفظة على توفير سيولة مناسبة والتي تكفي لمواجهة الالتزامات، إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات، فضلاً عن الأوراق المالية سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر؛
- إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين، باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك والمؤسسة المالية للسيولة، وتجنب التعرض لخطر الإفلاس وعدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين.

¹ انظر الى:

- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص 424.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن: عمان، 2005 ص 204.
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 195.
- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 206.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص 209.

الفرع الثالث: أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى¹:

1- محافظ العائد المنتظم (الدخل):

يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة. وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.

2- محافظ الربح (النمو):

وهي المحافظ التي تهتم بالأوراق المالية لمؤسسات الأعمال النامية في نشاطها الاقتصادي، والتي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة.

وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة.

3- محافظ الربح والعائد (المختلطة):

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلاً كبيراً وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر.

¹Voir :

Josette Peyrard : La Bourse, Vuibert, France, 1998, pp 211-213.

- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص 21-22.

4- المحفظة المتوازنة:

وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، بحيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات وفي نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر.

5- المحافظ المتخصصة في الصناعات: هي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات

صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.¹

المطلب الثاني: المبادئ والسياسات المتبعة في تسيير المحافظ الاستثمارية

يتبع مدراء المحافظ الاستثمارية مجموعة مبادئ وسياسات تستند إليها عند تكوينها للمحفظة الاستثمارية.

الفرع الأول: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

يعتمد تكوين محفظة الأوراق المالية على عدة مبادئ وهي:²

1- مبدأ القياس الكمي

ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشككة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، وقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.

2- مبدأ الشمول

ويقصد به ان تتكون المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات، سندات حكومية، اذونات الخزينة...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

3- مبدأ الارتباط

ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشككة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية.

¹ Russell . J, Fuller and James .L, Farrell .Jr, Modern Investment and Security Analysis ,McGraw hill .U.S.A ,1987, p563-565.

² انظر الى:

-محمد إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 324.
-أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، ص 209-211.

4- مبدأ الجودة:

ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

5- مبدأ التنوع:

الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنوع أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر.

5-1 أسس التنوع:

يوجد العديد من الأسس التي يخضع لها مبدأ التنوع وهي كالتالي:

أ- **التنوع**: ويكون بناء على جهة الإصدار ويقصد بذلك توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويدخل تحت هذا المبدأ أسلوبان للتنوع وهما التنوع الساذج (البسيط) وأسلوب ماركويتز ويتم تعريفهما كمايلي:

- **التنوع الساذج (البسيط)**: يقصد بالتنوع الساذج الاختيار العشوائي للأصول المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية، دون دراسة وتحليل، ويعني أنه كلما زاد عدد الأصول المالية بالمحفظة الاستثمارية، ينخفض حجم المخاطر الكلية لها. فمع كل أصل مالي إضافي تنقلص المخاطر غير المنتظمة إلى أن تقترب من الصفر، بينما تبقى المخاطر المنتظمة والتي يتم تعويض المستثمر عن تحملها لها. وإضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها عدد من السلبيات وأهمها: صعوبة إدارة المحفظة ارتفاع تكاليف المعاملات، واتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة .

- **تنوع ماركويتز**: (التنوع الكفاء أو المثالي) يقصد به اختيار الأصول المالية للمحفظة الاستثمارية بناء على دراسة وتحليل معامل الارتباط بين العوائد المختلفة لهذه الأصول، فإذا كانت العلاقة طردية بين عوائد الأصول، ارتفعت درجة المخاطر، وكلما انخفضت قيمة معامل الارتباط انخفضت مخاطر هذه المحفظة، والعكس صحيح.

ب- **تنوع تواريخ الاستحقاق**: تؤثر تقلبات أسعار الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية، تزداد كلما زادت فترة الاستحقاق، أي أن خسارة للمستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تزداد في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وتوجد ثلاث أساليب لتنوع تواريخ الاستحقاق وهي:

- **الأسلوب الهجومي:** تقوم فكرة هذا الأسلوب على توقعات حركة سعر الفائدة، فإذا توقع مدير المحفظة ارتفاع سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، أما إذا توقع انخفاض سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.
- **تدرج تواريخ الاستحقاق:** حسب هذه الإستراتيجية فإن المستثمر يقوم بتوزيع استثماراته داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية .
- **توزيع استثمارات بين أوراق مالية قصيرة وطويلة الأجل:** ويقوم هذا المبدأ على توزيع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة، في حين الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد، كما تحقق له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية."
- ج- **التنوع الدولي:** يعتبر أداة للقضاء على المخاطر المنظمة للمحفظة، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية مثل السندات والأسهم الأجنبية، والذي يؤدي إلى تقليل المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفراً أو سالباً أو موجباً غير تام.

الفرع الثاني: السياسات المتبعة في تسيير المحافظ الاستثمارية

- إن بيان الإستراتيجية أو السياسة الاستثمارية يساعد المستثمر من إدراك المخاطر المحيطة بالاستثمار الذي يقبل عليه، كما تمكنه على تحديد أهداف واقعية تتناسب مع احتياجاته وتفضيلاته، ويمكن في هذا الصدد التمييز بين ثلاثة أنواع من المحافظ الاستثمارية ناجمة عن إتباع سياسات مختلفة هي:¹
- 1- **السياسة الهجومية (غير المتحفظة):** يتبناها مسيرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر المخاطرة إذ أن هدفهم الرئيسي جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار الأدوات أو (الأصول) الاستثمارية، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجهاً نحو تنمية رأس المال عن طريق النمو في قيم أصولها، والنموذج الشائع للمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة النمو (محافظ رأس المال).

¹ انظر الى:

- كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثالث، 2005، ص 40
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص 197.

ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 بالمائة إلى 90 بالمائة من قيمة المحفظة، ويلجأ مسيرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، إذ يتم شراء الأسهم في فترات الركود والانكماش أي عندما تنخفض أسعارها من أجل بيعها عندما ترتفع أسعارها في أوقات الرواج والانتعاش لتحقيق أرباح، وبالتالي فإن السياسة الهجومية تتضمن درجة مخاطرة أكبر بهدف الحصول على أرباح أعلى.¹

2- **السياسة الدفاعية (المحفظة):** يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى، وهي السياسة التي يتبناها مسير المحفظة المتحفظ جداً اتجاه عنصر المخاطرة فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب العائد فيركز اهتمامه على أدوات مالية ذات دخل ثابت ومستقر، والمحفظة الملائمة لهذه السياسة هي محفظة الدخل، وتتكون قاعدتها الأساسية من أسهم ممتازة أسهم الشركات الكبيرة، أذونات الخزانة، السندات الحكومية، بنسب تتراوح من 60 بالمائة إلى 80 بالمائة من رأس مال المحفظة الإجمالي، بشكل يوفر للمستثمر دخل ثابت ومستمر لمدة من الزمن كما توفر له هامشاً مرتفعاً على رأس المال المستثمر.

3- **السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية):** يتبنى هذه السياسة أغلب مسيرو المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، ويوزع رأس مال المحفظة على أصول مالية متنوعة بحيث تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة مع ترك الفرصة مفتوحة لتحقيق أرباح رأسمالية متى كان ذلك مناسباً، والمحفظة الملائمة هي المحفظة المتوازنة أو المختلطة حيث تتكون هذه المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأصول المالية، أصول مالية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل: أذونات الخزانة ومن أصول مالية طويلة الأجل مثل: الأسهم العادية والممتازة.

¹ منير الحكيم، صناديق الاستثمار، عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها، والعوامل المؤثرة على أدائها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 01، المعهد العربي، الأردن، 2011، ص 49.

الفرع الثالث: استخدامات مؤشر السوق في إدارة المحفظة الاستثمارية

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة فهي وسيلة ينتفع بها المستثمرون وغيرهم من الأطراف العاملة في السوق المالي، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات إلى جانب قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار كما يمكن أن يستخدم أيضا لوضع تصور عن حالة السوق في المستقبل، هذا إلى جانب استخدامها كأداة لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية¹، وفيما يلي أهم استخدامات المؤشر:

1- متابعة أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر مقارنة التغير في مردودية محفظة الأوراق المالية مع التغير في مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. يعتبر المؤشر انعكاس لحركة كل من الأوراق المتداولة في البورصة الممثلة لعينة معينة، وهذا يسهل للمستثمرين متابعة أداء عوائد محافظهم المالية بتتبع تطور المؤشر فقط، دون الانكباب على تتبع كل الأوراق المالية.

2- التنبؤ بالحالة الاقتصادية للسوق ووضعه مستقبلا: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الأساسي فذلك يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق².

ومن زاوية أخرى تظهر الأهمية من استعمال هذه المؤشرات عند كل من أصحاب التحليل الأساسي وأصحاب التحليل الفني فيما يخص وضعية السوق المستقبلية. بحيث يرى الفريق الأول انه إذا أمكن الوقوف على بعض المتغيرات الاقتصادية السائدة وتحليلها يمكن التنبؤ بحالة السوق مستقبلا، في حين يرى الفريق الثاني أن تتبع تلك التغيرات تاريخيا هو الذي من شأنه أن يساعد في وضع نموذجا لحالة السوق المستقبلية ليتمكن من تحقيق الأرباح وتجنب المخاطر.

3- الحكم على أداء المديرين: رأينا سابقا أن عدد كبير من المستثمرين والمتعاملين، يقومون بتوظيف أموالهم على شكل محافظ مالية في سوق الأوراق المالية، ويستخدم أغلب المديرين المشرفين على تلك المحافظ أساليب حديثة في تسييرها من بينها، معدل العائد على المحفظة ونظرية الخطر إلى غير ذلك، حيث تعتمد هذه النظريات في مجملها على مؤشرات سوق الأوراق المالية حيث المدير المحترف لزاما عليه أن يحقق عائد

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سبق ذكره: ص 35

² سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 97.

جيد الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف المديرين المحترفين المتحكمين في محافظهم عن غيرهم.

4- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

المطلب الثالث: أساسيات تكوين المحافظ الاستثمارية وبناء المحفظة المثلى

سنعالج في هذا المطلب أساسيات تكوين المحافظ من خلال مكونات المحافظ الاستثمارية وضوابط تكوينها.

الفرع الأول: مكونات المحفظة الاستثمارية

إن المحفظة الاستثمارية تتكون من جميع الأصول الاستثمارية التي تتاح في الأسواق العالمية والمحلية سواء أصول مادية أو مالية وهي:¹

1- أصول مادية: هي أصول حقيقية ملموسة مثل الاستثمار في العقارات والمشاريع الصناعية أو

التجارة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة، ويمكن أن تكون الإيرادات الناجمة عنها عبارة عن إيرادات جارية مثل الاستثمار في المشاريع الصناعية، أو إيرادات رأسمالية كعوائد الاستثمار في الذهب ومن أهم خصائصها انخفاض درجة سيولتها.

2- أصول مالية: عبارة عن أوراق مالية تمنح شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها وتحوّل

حق المطالبة بقيمة الأصل الحقيقي الصادرة عنه شهادة الملكية والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها كالأسهم والسندات، كما أنها تتميز بارتفاع مخاطرها وبسرعة تسيلها، لكنها تتحمل كلفة عمولة البيع والشراء المدفوعة إلى الوسطاء الماليين.

2- ضوابط تكوين محفظة استثمارية:

يعني ذلك التقيّد بالحد الأدنى من وسائل الأمان في تكوين المحفظة الاستثمارية:²

- على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل المحفظة، ويحدد استثمار قصير الأجل أو طويل الأجل.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.

² حسين عصام، أسواق الأوراق المالية- البورصة، دار أسامة، الأردن، 2009، ص ص 209-210.

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

- يجب أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات منخفضة المخاطر، وأن تحتوي على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعاً وهذا وفقاً لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذه المخاطر.
- أن يقوم المستثمر بالتغيير في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر.
- تحقيق مستوى ملائم من التنوع بين قطاعات الصناعة، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة انخفضت المخاطر.

الفرع الثاني: وظائف المحفظة الاستثمارية

تعمل وظائف المحفظة الاستثمارية على إنجاز عدة مهمات أبرزها:¹

- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، والتداول الحر للأدوات الاستثمارية.
- تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية والحفاظ على ربحية هذه الموجودات وانتقاء البدائل ذات ربحية أكثر.
- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية على بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية.
- إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة .
- تمييز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية للقرارات الاستثمارية.

الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية المثلى

سيتم التطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى ثم إلى كيفية بنائها .

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى

قبل التطرق إلى المحفظة الاستثمارية المثلى يجب توضيح المحفظة الكفوءة :

- المحفظة الكفوءة هي تلك المحفظة التي تعطي أعلى عائد عند درجة محددة من المخاطر، أو تلك التي تحتوي على أعلى درجة من المخاطر عند معدل عائد محدد، حيث تقع المحافظ الكفوءة على خط يعرف بالحد الكفاء

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص ص 224-222.

والذي يعرف بأنه أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين تعطي للمستثمر عائدا أعلى مقدار معين من المخاطر، بينما أية محفظة أخرى تقدم عائدا أقل لنفس مستوى المخاطرة فإنها تعتبر محفظة غير كفؤة¹.

- مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى: تعرف على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات الاستثمارية وبطريقة تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها.²

ثانيا: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي³:

- إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منها، فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطر الأقل، في حين إذا خير بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما فإنه سيختار المحفظة ذات العائد الأعلى، أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى أعلى عائدا وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

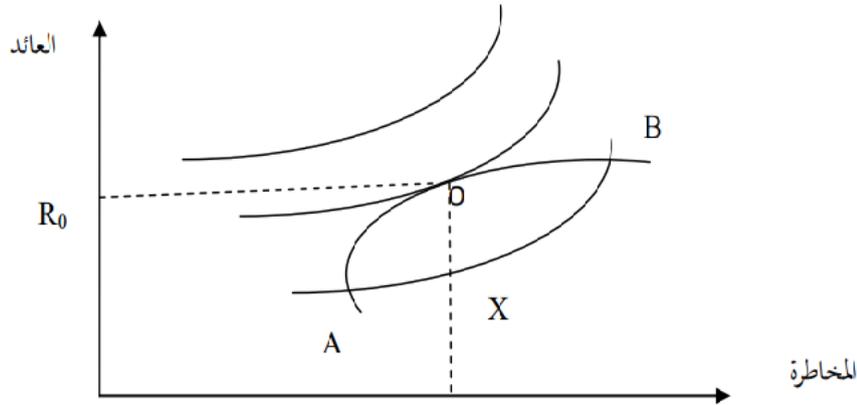
إن المحفظة المثلى يتم التوصل إليها من خلال نقطة التماس بين الحدود الكفؤة من ناحية ومنحنى السواء من ناحية أخرى، حيث كل منحنى سواء يمثل مستوى مختلف الرغبة المستثمر المجموعة العائد والمخاطرة، وتمثل نقطة التماس أعلى مستوى لرضا المستثمر، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إثراء، الأردن، ص ص 226-227.

² سامي الخطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2008، ص 13.

³ نفس المرجع، ص 14

الشكل رقم (18): رسم بياني يمثل تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمخاطر الاستثمارية، دار إثراء، الأردن، 2010، ص 229.

يظهر الشكل رقم (18) أن المجموعة المثالية للعائد والمخاطرة ممثلة بالمحفظة (O) عند نقطة تماس، كما نلاحظ من الشكل ان اختيار المحفظة المثلى في إطار نموذج ماركويتز تحدد بنقطة تماس (Point Tangency) منحنيات السواء مع الحد الكفوء المتمثل بالمنحنى (A – B) والتي تعد المحفظة المثلى لمستثمر معين، وطالما كان المستثمر عند المحفظة المثلى للمستثمر C يوازن بين خطر المحفظة والعائد المتوقع منها، فهي تضمن أصولاً استثمارية خطيرة فضلاً عن إمكانية الإقراض والاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار.¹ ومن الجدير بالذكر ان كل النقاط الواقعة على احدى منحنيات السواء تحقق نفس القدر من المنفعة، وإذا رغب المستثمر من تحقيق منفعة أكبر وهذا يتحدد بدرجة تجنبه للمخاطرة فانه سيتحول الى منحنى سواء اعلى وبالتالي تتغير عنده المحفظة المثلى.

المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية

تمثل صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية، وتعتبر شكلاً من الأشكال التنظيمية الحديثة التي تعمل على إدارة الأموال وفقاً لرغبات جمهور المستثمرين، واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر.

¹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 96.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية

ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية حديثاً وهذا كضرورة ملحة لتقوم بدورها الهام والفعال من جوانب عديدة كوعاء استثماري يحكمه الطابع الشرعي، وفي هذا المطلب سوف نتعرف أكثر على نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية والأهمية والخصائص التي تمتاز بها هذه الصناديق.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

أولاً: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية

تعود فكرة صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر وكان أول تنفيذ لها في أوروبا وبالتحديد في هولندا سنة 1822م، ثم بريطانيا سنة 1860م، إلا أن أول تنفيذ حقيقي لها بالمفاهيم القائمة الآن كان سنة 1924م بالولايات المتحدة الأمريكية حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم (Masochists Investment trust) على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها، إنشائها، أدائها عام 1940م. وقد شهدت الفترة ما بين الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد الكبير المراحل الأولى لنمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، غير أن خبرة هذه الصناديق كمؤسسات مالية كانت ضعيفة بسبب سوء وضعف إدارة هذه الصناديق.

أما على الصعيد العربي كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979م، واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، ثم تلتها دولة الكويت إذ تعد ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، إذ بدأت تجربتها في عام 1985 وتبعتها بعد ذلك بعض الدول العربية مثل: مصر، البحرين، عمان سنة 1994، المغرب 1995، لبنان 1996 ثم الأردن 1997.¹

¹ انظر الى:

- تيغزة سهام ولسلوس مبارك، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطور صناديق الاستثمار الإسلامية- صندوق الراجحي للأسهم السعودية، مجلة البداع، المجلد 11، العدد 02، 2021، ص 216.

-بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 103.

- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 161-163.

-عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين الشمس، 2006، ص 5-7.

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية فهي حديثة العهد إذ ارتبط ظهورها بتطور العمل المصرفي الإسلامي والبنوك الإسلامية، لأن فكرة ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور البنك الإسلامي،¹ وهناك من أطلق عليها اسم الصناديق المقبولة حيث نشأت نتيجة ميول بعض المستثمرين لتجنب الاستثمار في الشركات التي تعمل في مجالات قد لا تحترم قيم المستثمر ومعتقداته، فإن كثيراً من المسلمين قد أحجموا عن الدخول في الصناديق الاستثمارية التقليدية حذراً من الوقوع في المحظورات الشرعية،² إلا أن الصندوق الإسلامي يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأن ميزانيته مستقلة تماماً عن ميزانية البنك لأن الصناديق غير مضمونة على البنك، وما عدا ذلك فإن فلسفة تأسيس كل منهما واحدة.

يعتبر بنك التنمية الإسلامي وبنك دبي الإسلامي المحدثان في عام 1975 أول مصرفان إسلاميان في العالم، وعلى الرغم من أن تقرير صادر عن هيئة الأوراق المالية الأمريكية أشار إلى أن أول صندوق استثمار متوافق مع المبادئ الإسلامية ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1984 باسم صناديق الأمانة الموثوقة Amana Mutual Funds Trust وتم تشغيلها بعضها كصناديق دخل في عام 1986 وبعضها كصناديق نمو في عام 1994. وكما يرى البعض أيضاً أن أول صندوق استثمار إسلامي ظهر في بلد مسلم كان عام 2004 من قبل بنك فيصل الإسلامي المصري، إلا أن ماليزيا عرفت أول صندوقين إسلاميين مشاهين لصناديق الاستثمار الإسلامية الحالية في عام 1993 وسميت بصناديق الوحدات الموثوقة الإسلامية Islamic Unit Trust Funds.

ورغم حداثة ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية إلا أنها تشهد نمواً كبيراً حيث اكتسبت المزيد من الاهتمام بداية من 2010 خصوصاً مع تحقيق أغلبها عوائد أفضل من نظيرتها التقليدية، وحسب التوزيع الجغرافي للصناديق الإسلامية فإنها تتركز نسبة 45% من 680 صندوق حول العالم في دول مجلس التعاون الخليجي ما يمثل 306 صندوق وهذا نتيجة العوائد النفطية وكذا الأموال المهاجرة، كما بلغ عدد صناديق الاستثمار المشتركة الإسلامية في سبتمبر عام 2013 حوالي 786 صندوق، وبإجمالي قيمة أصول 46 مليار دولار أمريكي وقد توزعت معظم هذه الصناديق ونسبة 71% في ثلاث دول هي ماليزيا والسعودية ولوكسمبورغ على التوالي، وتعد هذه الدول أكبر مراكز صناديق الاستثمار الإسلامية نظراً للحوافز المقدمة وكذا مستوى التحرر في قطاع التمويل الإسلامي ككل.³

¹ قصي احمد الشيخه، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق سوريا، 2015، ص15.

² محمود يونس عبده عبد الحليم، صناديق الاستثمار المفهوم والتكييف النظامي والشرعي والأداء، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد السادس، 2010، ص329

³ قصي احمد الشيخه، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، مرجع سبق ذكره، ص 14.

ثانياً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

تعددت وتنوعت تعريفات صناديق الاستثمار الإسلامية، وفيما يلي أبرز التعاريف التي حظي بها هذا المصطلح:

قبل التطرق لتعريف صناديق الاستثمار الإسلامية نشير إلى أن صناديق الاستثمار بصفة عامة هي أدوات استثمارية تجمع الموارد المالية للأفراد والشركات وتستثمر في الأوراق المالية القابلة للتداول، وتعتبر خياراً مثاليًا لصغار المستثمرين الباحثين عن السيولة، تنويع المحفظة، والباحثين عن خبرات الاستثمار، وتختلف أهداف المستثمرين في هذه الصناديق من حيث العائد، تحمل المخاطر واحتياجات السيولة، وكل ذلك للامتثال الديني والأخلاقي.¹

التعريف الأول: صندوق الاستثمار الإسلامي هي "صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً ووفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية".² كما يعتبر صندوق الاستثمار الإسلامي أداة استثمارية تتيح الفرصة للمستثمرين لتجميع أموالهم للاستثمار في شكل وحدات أو صكوك استثمارية، والتي يجدها المستثمر مكلفة من خلال الشراء المباشر علاوة على ذلك، فإن الحد الأدنى لمتطلبات الاستثمار الأولية لمعظم الصناديق الاستثمارية هو معقول للغاية، تتم إدارة الصندوق المشترك من قبل مدير محترف يتولى توظيف المدخرات المالية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية.³

التعريف الثاني: تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها".⁴

¹ M.Kabir, H., Alhenawi, Y., & Merdad, H. Islamic versus conventional mutual funds performance in Saudi Arabia: a case study. Islamic Econ, 2010, p 162.

² أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار السلام، القاهرة، مصر، 2004، ص 73.

³ Shabbir, A., & Damayah, A. Comparative performance evaluation of Islamic and conventional mutual in Saudi Arabia. Munich Personal Repec Archive, 2019, Januari, p 2.

⁴ الحسيني أحمد بن حسن أحمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 21.

التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة." ¹

وتعرف أيضا بأنها وعاء مشترك يساهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب أرباح بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة (وحدات، أسهم، صكوك) تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على أرباح تتناسب مع ما حصل فعلا من قبل الصندوق.²

ومن خلال ما تقدم نستنتج أن صناديق الاستثمار الإسلامية هي "عبارة عن مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة عن الهيئات التي تنشئها وتلتزم إدارتها بضوابط الشريعة الإسلامية، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأسمال الصندوق، وفق أساليب استثمارية شرعية تبنى أساسا على عقود التمويل الإسلامية المتمثلة في: المضاربة، المراجعة، السلم، الاستصناع، التأجير".

ثالثا: خصائص وأهمية صناديق الاستثمار الإسلامية

تمتاز صناديق الاستثمار الإسلامية بمجموعة خصائص تتمثل فيما يلي:

1- خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

- توجد مجموعة من الخصائص التي تميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق التقليدية وهي كما يلي:³
- أ- تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المسؤولة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية، وشكل تنظيمي، وإطار مالي ومحاسبي مستقل؛ وهذه السمة جائزة شرعا.
 - ب- تقوم هذه الصناديق على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية) حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة، فالمستثمرون المكتتبون يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال، ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة.

¹ AAOIFI, Investment Funds .Bahrein: Financial Accounting Standard, 2007,p525.

² Usmani, T, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, journal Of Islamic Economics , 21(N 02), 2009,p 2.

³ حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2000، ص10-13.

ج- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وإن وجد تعارض يتم إزالته في إطار مبدأ التوفيقية، وهذا يوجب الرقابة من طرف البنوك المركزية.¹

د- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتاوى والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.

هـ- تتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة التي تعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية، وهذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة ومدير الصندوق.

و- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر أو غير المباشر، طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية منها المساهمات في أوراق مالية، المضاربة، المشاركة، المرابحة، السلم، الإستصناع والاجارة، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.²

ز- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين.³

ح- تتنوع وتتعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتحكم بينهم مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وتتمثل هذه الأطراف في معظم الأحيان في⁴:

- **المؤسسون:** هم الجهة المنشئة للصندوق وقد تكون مصرفاً، مؤسسة مالية، أو مجموعة من أصحاب المال؛
- **المشركون:** هم الجهة التي تقوم بشراء الوثائق (الصكوك الاستثمارية) المصدرة؛
- **الإدارة:** هي الجهة التي تتولى إدارة العمليات ومعاملات الصندوق، وتسعى الى تحقيق أهدافه؛
- **المسوقون:** هم الجهات التي تتولى عملية إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية المصدرة مقابل عمولة أو أجر؛

¹ فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الشلف، الجزائر، 2011، ص 57.

² حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 12

³ فاطمة الزهراء سعدي، و الوزيرة قويدر، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة حالة صندوق الراجحي للأسهم السعودية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 05، العدد 10، سبتمبر 2018، ص 108.

⁴ شوقي بوقريفة، و حمزة شاكر. (2019). دور الاسواق المالية في تفعيل التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية. المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، المجلد 02(العدد 02)، ص 53

ي- توزع العوائد بين الأطراف السابقة (المؤسسين، المشاركين، المسوّقين) وفقاً لضوابط عقود المضاربة، الوكالة والسمسرة، وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

2- أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية:

يمكن إبراز أهمية هذه الصناديق من خلال النقاط الآتية¹:

- إنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى سن قانون جديد، كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، حيث يتم رفع حرج الربا عن المجتمعات الإسلامية.

- جذب قطاع عريض من الأفراد "المدخرين" وتشجيعه على اقتحام عالم الاستثمار وفهمه، خاصة أصحاب الدخل المحدود، في ظل الضوابط والقيود الشرعية لعمل تلك الصناديق وإدارتها، والتي تبعث على الاطمئنان في نفوس جموع المستثمرين في استثمار أموالهم بالطريق المشروع.

- تمييز الصناديق الاستثمارية على النواذ في البنوك التقليدية أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها لأن ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك وقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك².

- تعمل صناديق الاستثمار على حماية المدخرات الوطنية من التآكل الناتج عن التضخم، وانخفاض القيمة الشرائية؛ حيث أنها تقوم بتعظيم العوائد من خلال أنشطتها الاستثمارية المتعددة في المجالات المختلفة.

- تساهم صناديق الاستثمار في جلب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها؛ الأمر الذي يساعد في دعم الاقتصاد الوطني والمحلي، فنقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين كان بصفة أساسية بواسطة الصناديق الاستثمارية³.

¹ صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، (د.س.ن)، ص 838.

² عمر الشريف، و نادية حماش، صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة. مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، العدد 02، جوان 2015، صفحة 101.

³ احمد محمد فتحي الشيبوي، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وسيماتها.مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الاكاديمية، 16(العدد 101)، 2021، صفحة 109

- اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة، وانصراف رغبتهم عن وساطة المصارف لعزل المخاطرة.¹

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تتعدد أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات وتفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية التقليدية، ويمكن ان نجد هذه الانواع منتشرة في الدول الاسلامية وغير الإسلامية، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأنواع:

أولاً: صناديق الاستثمار من حيث إمكانية تداول وثائقها:

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث إمكانية تداول وثائقها الى نوعين:²

1- **صناديق الاستثمار المغلقة:** تتميز عند تأسيسها بثبات رأس مالها ومدتها وغرضها، بحيث يبقى رأس مالها ثابتاً طيلة مدة الصندوق فيقوم القائمون على هذا النوع من الصناديق بتقسيم الصكوك إلى وحدات متساوية وتطرح إلى الجمهور للمشاركة ويقفل الاشتراك عند نفاذ الصكوك. بحيث أن عدد الوثائق لهذه الصناديق عدد ثابت وأن هذه الوثائق تباع وتشتري من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية،³ أي تقوم ادارة الصندوق بإعادة فتح سوق ثانوي يتم فيه تداول حصص الشركاء المنسحبين بدلا من تعهدها بإعادة شراء حصص الشركاء المنسحبين وهي الحالة الوحيدة التي يمكن فيها دخول مشتركين جدد الى هذا النوع من الصناديق.⁴

2- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** سميت بالصناديق المفتوحة لأنها عادة ما يكون للمكتتبين فيها حرية الدخول والخروج من وإلى الصندوق دون قيد، وهذا ما يجعل هيكل رأس المال لهذا الصندوق في تغير مستمر طبقاً لأحوال العرض والطلب على وحداته المطروحة للمكتتبين⁵. هذا النوع على عكس النوع الاول لا تتحدد مدة زمنية معينة لها، ولا يتحدد فيها مقدار راس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها

¹ عمر الشريف، و نادية حماش ، مرجع سبق ذكره، ص 101.

² احمد بن حسن احمد الحسيني، صناديق الإستثمار -دراسة تحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب مصر، مصر، 1999، ص 25.

³ Bassam I. Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham the Birmingham Business School, 2002, P: 78

⁴ عبد الباسط عبد الصمد عليّة وسليمان زواري فرحات، دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 02، 2019، ص 137.

⁵ وداد بوحلاسة، صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية رسالة ماجستير ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، 2014، ص 74.

من قبل إدارة الصندوق المصدر لها عند بدء الاشتراك.¹ وهذه الميزات جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة مع صناديق ذات النهاية المغلقة.²

ثانياً: صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث نوع الاستثمار:

وفق هذا التصنيف تنقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى:³

1- صناديق الأسهم الإسلامية: يرتبط ظهور هذه الصناديق بالأسهم استجابة لرغبات المستثمرين ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح شرعاً من الدخل، ويمثل هذا النوع أهم صناديق الاستثمار الإسلامية وأكثرها انتشاراً واستحوذاً للأصول، فهي صناديق يتم فيها توجيه الأموال المجمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء أسهم الشركات التي تكون متوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية، ويتم اختيار هذه الأخيرة بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث الموازنة بين العائد والمخاطرة.

2- صناديق السلع: يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل بحيث تكون المخاطرة منخفضة، ويكون عن طريق التعامل بالسلع المباحة شرعاً والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل ويستثنى من ذلك الذهب والفضة، والمقصود هنا السلع التي يكون لها أسواق بورصة منظمة، ويتم استخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المراجحة والسلم واستصناع⁴، ومن أهم ضوابط العمل فيها أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه.

3- صناديق الإجارة: تقوم هذه الصناديق باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول وتأجيرها لمدة طويلة، بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق كما يتم تحصيل

¹ عبد الباسط عبد الصمد عليّة وسليمان زواري فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 137.

² Frederick Mish Kin, The Economics of Money Banking and Financial Markets, 3 ed Edition, Harper Collins Publishers, 1992, P.311.

³ انظر إلى:

-صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 844-851.

-صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 817-819

⁴ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 109.

الإيجارات من المستخدمين للأصول، وتوزع الأرباح على المكتتبين¹. أو التعامل مع هذه الأصول كالبيع التأجيري المنتهي بالتمليك.

4- صناديق المراجعة: يقوم هذا الصندوق على أساس التمويل بالأجل بصيغة المراجعة، فيقوم بشراء كمية من سلعة معينة بالنقد، ثم يبيعها إلى طرف ثالث بالأجل غير الذي باعها عليه في نفس السوق بسعر أعلى وبأقساط ميسرة، بطريقة شرعية وذات مخاطر قليلة مع تحقيق أرباح مقبولة. بشرط أن تقوم بدراسة مفصلة على مركزه الائتماني قبل بيعه هذه السلعة بالدين².

5- صناديق السلم: تكون السلعة فيه موصوفة في الذمة، فلا يجوز في المعين ولا الذي لا يُقدر على تسليمه في الأجل، ويدفع الثمن في مجلس العقد، ويجب تحديد الوقت ومكان التسليم ويمكن تحقيق الأرباح من السلم عن طريق الدخول في عقد سلم ببضاعة موصوفة في الذمة³.

6- صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت: هي صناديق تستثمر في أدوات الدين المباحة شرعاً والمتمثلة في الصكوك التي تُصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية⁴.

الفرع الثالث: أهمية الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية والعوامل المؤثرة على اختيارها

إن الرقابة الشرعية والمالية ضرورة حتمية لمعاملات وأعمال صناديق الاستثمار الإسلامية، فتوجب ان يكون هناك رقابة فعالة للاطمئنان على الاموال وتنميتها، وهذه الصناديق عدة عوامل تؤثر على حسن اقتناء واختيار أفضلها وانفعها.

أولاً: الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

نقصد بالرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار بأنها تلك: " الصناديق التي تكون مطابقة وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية عن طريق متابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المعاملات التي تقوم بها تلك الصناديق وكذلك يجب أن تكون مطابقة للقرارات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط

¹ فطيمة الزهراء فنازي، تقييم قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تعزيز نشاط الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية وإدارية، المجلد 06، العدد 03، 2019، ص 363.

² هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة مقدمة الى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، ص 19

³ سهام بوداش وحكيم بوحرب، صناديق الاستثمار الإسلامية كآلية لدعم النشاط المصرفي الإسلامي - صناديق بنك الراجحي نموذجاً - مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 05، العدد 01، 2021، ص 42.

⁴ فطيمة الزهراء فنازي، مرجع سبق ذكره، ص 363.

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

الشرعي إلى الأفضل. ويكون هذا بالالتزام الفعلي للإدارة في معاملاتها بالأحكام الشرعية من خلال التقارير الدورية التي تثبت ذلك.¹

ثانياً: أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية

يجب أن تخضع معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية ولهذا تكمن فعالية هذه الأهمية في العناصر الآتية:²

- 1- الرقابة الشرعية: ضرورة التأكد من التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- 2- الرقابة الشرعية والاستثمارية: ضرورة الاطمئنان بأن أموال المستثمرين قد جمعت بحق ووظفت بصدق طبقاً لأسس ومعايير وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية والفنية والمصرفية.
- 3- الرقابة القانونية والشرعية: التأكد بأن التعليمات والقوانين والقرارات الواردة من الجهات الحكومية تتضمن من الناحية القانونية سلامة وصحة معاملات وعقود الصندوق مثل: مؤسسة النقد (البنك المركزي) وهيئة سوق المال، ومصلحة الشركات، والتي تختلف من دولة إلى أخرى.
- 4- الرقابة المالية الخارجية من قبل المدقق المحاسبي: ضرورة التأكد من سلامة المركز المالي ونتائج الأعمال وتوزيعها بالحق وكذلك الحاجة إلى معرفة صحة القياس والإفصاح المحاسبي عن الحقوق المالية لأطراف الصندوق.
- 5- الرقابة الإدارية: تحديد صافي قيمة الوحدة الاستثمارية لمساعدة المشتركين لاتخاذ القرارات الاستثمارية، والحاجة إلى تقييم الأداء على فترات قصيرة.
- 6- الرقابة المالية الداخلية: يجب التأكد من سلامة عمليات الصرف والإيداع والقبض والسحب، وكذلك التأكد أنها قد روجعت قبل وبعد تنفيذها حسابياً ومستندياً ومحاسبياً.

¹ صلاح الدين شريط وحجيلة بن وارث، دور وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر: المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث، 8-9 ديسمبر 2013، ص8.

² انظر إلى:

- حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية. جامعة الأزهر، 2009، تم الاسترداد من

<http://www.darelmashora.com/Search.aspx?q=%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1>

- سفيان حلوفي، صناديق الاستثمار الإسلامية كبديل لصناديق الاستثمار التقليدية دراسة حالة: صندوق سامباكايتال للأسهم السعودية والراجحي للأسهم العالمية، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر 2021، ص22.

وبناء على هذه الأهمية لابد من إطار متكامل لنظم الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية يحكمه التنسيق والتكامل والتعاون.

ثالثاً: العوامل المؤثرة على اختيار صناديق الاستثمار الإسلامية

توجد عدة عوامل تتحكم في قرارات المستثمرين لاختيار صندوق الاستثمار الإسلامي المناسب للاستثمار فيه، من بين هذه العوامل نجد:¹

- **تحديد الهدف من الاستثمار:** يحدد المستثمر أهدافه في ضوء المخاطر التي يمكن أن يتحملها، وعليه يتوقف اختيار صندوق الاستثمار الإسلامي على الهدف الذي يسعى المستثمر لتحقيقه.

- **تحديد مدة الاستثمار:** يمكن تمييز ثلاث أنواع أساسية للاستثمار حسب مدته الزمنية فنجد: استثمار قصير الأجل واستثمار متوسط الأجل وأخيراً استثمار طويل الأجل، فلكل مستثمر الحرية في اختيار المدة الزمنية التي يرغب في استثمار وتوظيف أمواله من خلالها.

- **تحديد درجة المخاطرة:** تختلف درجة تقبل وتحمل المخاطر من مستثمر لآخر وذلك راجع لعدة عوامل أهمها: الفئة العمرية، الدخل، الذوق، المهنة أو النشاط، درجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة،... وغيرها.

- **الضوابط الشرعية:** يتجنب المستثمر الوقوع في شبهة الربا وكافة الممارسات غير المشروعة، فيفضل دائماً التوجه لاستثمار أمواله في الصناديق الأكثر التزاماً والتي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا تشوبها المخالفات الشرعية.

- **المعايير الكمية والنوعية:** المعايير النوعية تمثل الأساليب والإجراءات العملية التي تشكل ميزة الصندوق النسبية وتسمح له بتحقيق أهدافه، أما المعايير الكمية يقصد بها المعايير الرقمية التي تعكس أداء الصندوق ومخاطرته، وتتعلق بألعاب الصندوق وأدائه ومخاطرته بالإضافة إلى مقاييس الأتعاب ومقاييس العائد على المخاطرة.

المطلب الثاني: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية

تعد صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية من بين الخدمات المالية الإسلامية التي لاقت رواجاً واهتماماً كبيراً على الصعيد الدولي رغم توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا من خلال دمج استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية في المنظومة المالية بغية تحقيق المزيد من الازدهار والتطور الاقتصادي.

¹ حنان شريط، أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، اطروحة دكتوراه،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ام البواقي، 2022، ص96.

الفرع الأول: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم

يبين الشكلين التاليين كل من تطور ونمو الأصول الخاضعة للإدارة (AuM) وعدد الصناديق الاستثمارية الإسلامية وتوزيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب البلدان في العالم.

الشكل رقم (19): نمو الأصول الخاضعة للإدارة وعدد الصناديق الاستثمارية الإسلامية



Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2023, p62.

من خلال الشكل رقم (19) أظهرت الصناديق الإسلامية نمواً إيجابياً من حيث القيمة الإجمالية للأصول الخاضعة للإدارة، حيث تعافت من تباطؤ النمو الذي لوحظ في السنوات الأخيرة. ربما كان النمو في القيمة الإجمالية لـ (AuM) مدعوماً بالنمو القوي في أسواق الأسهم، وكذلك بزيادة متوسط حجم الصناديق، في حين ارتفع العدد الإجمالي للصناديق الإسلامية من 1489 صندوق في عام 2018 إلى 1545 صندوق في عام 2019. ويبين الشكل أعلاه أن الصناديق الإسلامية لم تتأثر إلى حد كبير بالوباء العالمي (كورونا كوفيد-19) وشهدت نمواً بنسبة 33.1٪ على أساس سنوي، لتغلق عند 143.8 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2020 مقارنة بـ 108 مليار دولار أمريكي عام 2019، وقد زاد إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة (AuM) للصناديق الإسلامية بنسبة 31.9٪ في عام 2020 على الرغم من الوباء، وارتفع العدد الإجمالي للصناديق بمعدل أبطأ نوعاً ما، وهو مؤشر إيجابي على النمو في متوسط حجم الأموال.

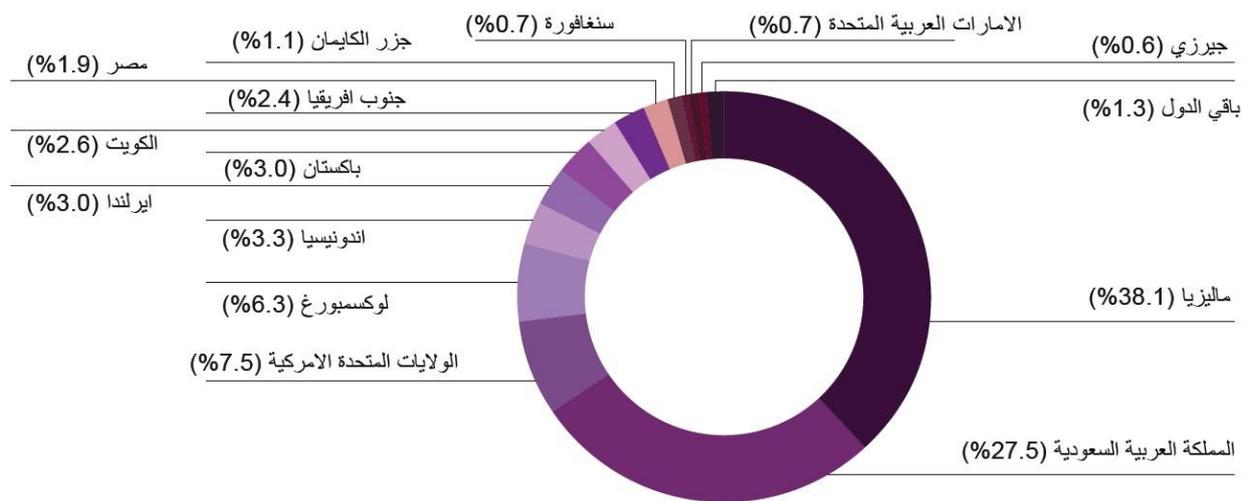
* AuM : Assets Under Management.

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

كما نما إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة للصناديق الإسلامية بنسبة 6% عن العام 2019. وكانت هناك أيضا زيادة بنسبة 30% في الصناديق الإسلامية المتعلقة بالاستدامة اعتبارا من عام 2020، بما في ذلك 6.9 مليار دولار أمريكي في AuM. ومن حيث حجم AuM مقابل عدد الأموال، استمر التحسن في حجم الصناديق الإسلامية الذي لوحظ في عام 2020 حتى عام 2021، على الرغم من وجود مجال كبير لمزيد من التطوير في هذا الصدد. في عام 2021، كان حوالي 0,1% من إجمالي الصناديق الإسلامية تمتلك 1 مليار دولار أمريكي أو أكثر، وتتألف مجتمعة من 38% من إجمالي AuM، في حين كان حوالي 42% من الصناديق الإسلامية أقل من 10 مليون دولار أمريكي، وتشمل مجتمعة 1,1% فقط من إجمالي AuM. أي أن معدل نمو الصناديق الإسلامية كان معتدلاً، وشهدت الصناديق الإسلامية معدل نمو أعلى بشكل عام مقارنة بالصناديق التقليدية.

وتباطأ نمو الأصول الخاضعة للإدارة بشكل أكبر، مع نمو بنسبة 1% فقط على أساس سنوي في إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة في عام 2022، ومن حيث حجم الأموال، لوحظ بعض الانكماش في حجم الأموال. وتشكل الصناديق الإسلامية التي تمتلك إجمالي صافي أصول يزيد عن مليار دولار أمريكي 1% من الأموال، والتي تمثل 18% من إجمالي الأصول المدارة في عام 2022.

الشكل رقم (20): توزيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب البلدان في العالم



Source : Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2023, p62.

من خلال الشكل رقم (20) ان كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية لا تزالان أكبر مقر للصناديق الإسلامية على مستوى العالم، فقد تفوقت ماليزيا على المملكة العربية السعودية في عام 2022 باعتبارها المقر الذي يتمتع بأكبر حصة سوقية من الأصول الإسلامية الخاضعة للإدارة وشكلت حوالي 65.6٪ من إجمالي الأصول المالية (المملكة العربية السعودية 27.5٪ - ماليزيا 38.1٪) مقارنة بسنة 2021 المملكة العربية السعودية 35.2٪؛ ماليزيا 27.7٪)، كما شهدت حصة الصناديق الإسلامية في الأسواق الأخرى تغيرات طفيفة، مع زيادات في الحجم النسبي للأصول الخاضعة للإدارة في أيرلندا وباكستان والكويت ومصر، في حين شهدت انكماشات في بلدان أخرى.

لقد تعرض قطاع الأموال ككل لضرب أقل من بعض القطاعات الأخرى جراء (كورونا كوفيد-19). وظلت عائدات شركات إدارة الاستثمار على حالها إلى حد كبير. في الوقت نفسه، تسارعت تقلبات السوق وحركة الأسعار بشكل كبير على مستوى قطاع الصناعة وفئة الأصول، عموماً رغم الازمة الأولية التي حدثت في أوائل عام 2020، استمرت التدفقات إلى الصناديق الإسلامية في الارتفاع، مما مكن من استمرار اتجاه النمو الإجمالي لها.

الفرع الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

إن الأسواق المالية الإسلامية لها دور مهم في تحقيق التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية وذلك من خلال ما توفره من تمويلات متوسطة وطويلة الأجل للمشروعات المختلفة، ومما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار يمكن أن تمثل أداة هامة لتنشيط سوق الأوراق المالية، وإيجاد فئة جديدة من المدخرين والمستثمرين، فهي تقوم على تجميع المدخرات واستثمارها بالنيابة عن أصحابها في الأسواق المالية الإسلامية، كما تتيح الفرصة لصغار المستثمرين للدخول إلى السوق وإدارة أموالهم وجذب مستثمرين جدد مما سينشط السوق المالي الإسلامي.¹

وفضلاً عن تشجيع محدودي الموارد لكي يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم في شركات الاستثمار والتي تقوم بدورها باستخدام حصيلة مع أسهمها في تكوين تشكيلات من الأوراق المالية التداول في سوق رأس المال فضلاً عن تنشيط سوق الأوراق المالية فإن هذه الصناديق تضمن انتظام هذه الحقوق وعدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث كثيراً بسبب المضاربات على الأوراق المالية، وذلك لأن صناديق الاستثمار

¹ حمزة طيوان، ماجدة مدوخ، متطلبات التكامل الوقائي بين المصارف الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 08، العدد 02، جوان 2021، مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، ص 869.

الإسلامية لا تغامر بهذه المضاربات بل تعمل على تكوين محفظتها من الأوراق المالية الجديدة الأمر الذي يساهم في تحقيق التوازن لعمليات سوق الأوراق المالية.¹

المطلب الثالث: أهم الفروقات بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية

على الرغم من وجود نقاط تشابه بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار إلا أن هذا لا يمنع من وجود فروق جوهرية بينهما.

الفرع الأول: أوجه التشابه بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار:²

- تعتبر كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار وعاء مالي لتجميع المدخرات واستثمارها في مختلف الأوراق المالية ولذلك فالتعريف اللغوي لكل منها يوضح أن لهما نفس الغرض وهو حفظ المال وتحقيق أكبر عائد باقل مخاطر.

- تعتمد كل من المحافظ والصناديق على إستراتيجية التنوع بين أدوات الاستثمار.
- قابلية وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية للتداول.
- يتولى الإدارة في كل منها جهة متخصصة ومحترفة وذات خبرة في الإدارة المالية.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية:³

- المستثمر في الصناديق الاستثمار لا يملك أي سلطة إدارية أو رقابية ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه بينما يملك المستثمر في المحافظ الاستثمارية سلطة وقرارا خاصة إذا كانت الإدارة بواسطته.

- صناديق الاستثمار مكونة من مجموعة أفراد بينما في المحافظ لكل مستثمر محفظة خاصة به لا يشترك مع غيره فيها ولذا نجد بعض الصناديق مغلقة وبعضها مفتوحة لمستثمرين جدد بينما المحافظ مغلقة لأصحابها فقط.

¹ حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص138.

² أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص: 161

³ انظر الى:

- شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2012، ص156-157.
- بلعيد سميرة، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، 2013/2014، ص96-97.
- عبو ربيعة، استراتيجية إدارة المخاطر في المحافظ الاستثمارية- تجارب دول عربية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، الجزائر، 2014، ص51-52.

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

- العلاقة في صناديق الاستثمار بين ثلاثة أطراف يتمتع كل واحد منها باستقلالية تامة عن الآخر وهم المستثمرون ومدير الصندوق وأمين الاستثمار، بينما تتكون العلاقة في المحافظ الاستثمارية بين طرفين اثنين فقط ولا ينفرد مدير المحفظة باستقلالية إلا بقدر ما يسمح لها العمل.
- بما أن مكونات صناديق الاستثمار قابلة للتداول فإن لها آلية في التخارج والاشتراك، ومكونات المحافظ الاستثمارية قابلة للتداول أيضا إلا أنها لا تشارك ولا تخارج فيها لاختلاف طبيعة عمل كل منهما.
- تقييم وحدات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية يكون من قبل المدير وينشر سعر التقييم في الجريدة اليومية، بينما تقييم المحفظة يكون من خلال أسعار الإقفال في السوق.
- لا بد لصناديق الاستثمار من ترخيص من قبل وزارة التجارة بعد موافقة البنك المركزي، ولا يشترط وجود ترخيص للمحافظ الاستثمارية بل يكفيها ترخيص الشركة التي تعمل على إدارتها، لأنها تعتبر إحدى الخدمات الاستثمارية التي تقوم بها الشركة فلا تحتاج إلى ترخيص خاص بها.
- لا بد للصندوق الاستثماري من اسم مع تحديد عمر للصندوق يرخص على أساسه، بينما المحفظة لها رقم حساب خاص تمسكه الشركة، وعمرها تنظمه بنود العقد المتفق عليه بين الطرفين.
- لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة أما المحافظ الاستثمارية فلا يوجد لها نشرة اكتتاب لأنها خدمات استثمارية فردية.
- إنهاء الصندوق قد يرجع إلى العديد من الأسباب منها إنهاء المدة المحددة للصندوق أو في حال انخفاض الوحدات عن 50% من سعرها في آخر تقييم أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية بينما في المحافظ يحق للمستثمر إنهاء المحفظة في أي وقت شاء.
- يمكن لمحفظة الاستثمار أن تكون جزءا من صناديق الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلا عنه فالصندوق من هذا الجانب أهم من المحفظة.

المبحث الثالث: تقييم المحافظ الاستثمارية وقياس أدائها

سنتطرق في هذا المطلب على كيفية بناء المحافظ الاستثمارية وطرق تقييمها وقياس أدائها.

المطلب الأول: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية

يحكم تكوين المحفظة المالية الاستثمارية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق وخطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة، حيث يهدف المستثمر الى تحقيق عائد أكبر مع تحمل مخاطرة بأقل درجة ممكنة، لان عمليات الاستثمار في الاوراق المالية تقوم على فكرة تحمل المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد مقبول، لان المخاطر عنصر مهم في اتخاذ أي قرار استثماري، وهذه العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار.

الفرع الأول: عائد المحفظة المالية وقياسها

عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة.¹

1- حساب عائد المحفظة المالية: 2

$$R_p = \sum X_i R_i$$

حيث:

- R_i : الورقة المالية i .

- X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية i .

وبذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة، وهو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية:

¹ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص216.

Voir :

- Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille, analyses quantitative de rentabilité et des risques, Pearson education. 2004, p12.

² Bertrand Jacquillat et Bruno slonik, Marches financiers, gestion de portefeuille et des risques, Gauthier Villars ,2eme édition, Paris, 1994, P 87.

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

مع

$$X_1 + X_2 + X_3 \dots \dots \dots + X_n = 100\%$$

حيث:

- $E(R_i)$: العائد المتوقع للورقة المالية i .

- n : تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة المالية وقياسها

أولاً: تعريف مخاطر المحفظة المالية

تعرف المخاطر بأنها درجة عدم التأكد المرتبطة بقيمة الأصل المالي وعوائده في المستقبل.¹ كما تعرف

ايضا بأنها تتضمن الانحراف عن المسار الذي يوصل الى نتيجة متوقعة أو مأمولة.²

كما يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه

الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:³

1- **مخاطر منتظمة:** تعرف المخاطرة المنتظمة بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من

خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى

إطار السوق، أي تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها بالتنوع، فجميع المؤسسات

والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة

والتأثيرات العكسية من إفرازات العوامة المالية والظروف السياسية...إلخ.

¹ Bertrand Jaquillat, Burno Solnik, les marches financiers et la gestion de portefeuille, 2^e édition, dunod, Paris, France, 1976.

² Vaughan Emmett and another. Fundamentals of risk and insurance johnwiley and sons 1999.

³ انظر الى:

-بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007/2006، ص34-35.

- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1996، ص249.

2- مخاطر غير منتظمة: يطلق على هذه المخاطر عدة تسميات منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين. وتعرف المخاطر غير النظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة، ويمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنويعاً قطاعياً، أو تنويعاً في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث أن يؤدي هذا التنويع إلى تحقيق معاملات ارتباط سلبية بين عوائد الاستثمارات، وعليه يتم الاستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنويع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

المطلب الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية الاستثمارية

يمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية بالطرق الشهيرة التالية:

الفرع الأول: الانحراف المعياري

تقاس المخاطر المنتظمة عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد. ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\delta = \sqrt{\text{var}}$$

كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين (Variance) Var: وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو ينحصر بين الصفر و الواحد أي $0 < \delta < 1$ ، فكلما كان (δ) صغير كلما دل ذلك على قلة المخاطر.¹

¹ انظر الى:

- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص 283
- إيهاب دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة- البورصة المصرية الأمريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 22

$$var = \frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{N - 1} = \sum_{i=1}^n P_i (R_i - \bar{R})^2$$

P_i : احتمال الحصول على العائد i .

R_i : العائد المحتمل i .

n : عدد العوائد المحتملة.

\bar{R} : يمثل القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

الفرع الثاني: معامل الاختلاف (المقياس النسبي للمخاطر) Coefficient of Variation

بالإضافة إلى المقاييس السابقة هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطر به يتمثل في معامل الاختلاف، يستخدم معامل الاختلاف كمقياس لمخاطرة في حالة ما إذا كانت القيم المتوقعة للعوائد مختلفة، ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على المتوسط الحسابي أو العائد المتوقع أي انه يشير الى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية: ¹

$$CV = \frac{\delta_R}{E(R)}$$

δ : الانحراف المعياري.

$E(R)$: القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية.

معامل الاختلاف يقيس حجم المخاطر لكل 1% متوسط العائد على الاستثمار، فكلما كان أقل دل ذلك على قلة المخاطر، علما أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلا عن الانحراف المعياري في الحالات التي يعطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمارات البديلة.

الفرع الثالث: التباين (التباين المشترك)

يرتبط التباين ارتباطا مباشرا بالمخاطر المنتظمة، كما يعد من المقاييس الأساسية في تحليل المخاطرة والعائد للمحفظة الاستثمارية، إذ يمزج التباين المشترك بين تباين عوائد أحد الأصول (الأسهل) وحساسية هذه العوائد

¹ عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الانبار للعلوم

الاقتصادية والإدارية، العدد 3، جوان 2010، ص 214

الفصل الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

لتقلبات عوائد الأسهم الأخرى، فالتباين المشترك بين سهمين معينين يوضح ما إذا كان السهمان سيتحركان بالاتجاه نفسه، أم إن حركتهما ستكون باتجاهين مختلفين¹.

وهو متوسط حاصل ضرب انحراف كل من عائد السوق وعائد السهم عن قيمتها المتوقعة، ويحسب

كما يلي:

$$Cov(R_i, R_m) = \sum P_{im} \delta_i \delta_m$$

P_{im} : معامل الارتباط بين عوائد السهم وعوائد محفظة السوق (m, i)

δ_i : الانحراف المعياري للورقة.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

الفرع الرابع: معامل بيتا β (مقياس المخاطر المنتظمة)

معامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة)

من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائدته إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة

عائد السوق. ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية: ²

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{P_{im} \delta_i \delta_m}{\delta_{Rm}^2}$$

β : معامل بيتا للسهم i .

cov : التغاير بين العائد السوق m وعائد الورقة المالية i .

δ_i : الانحراف المعياري للورقة.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

δ_{Rm}^2 : تباين عائد محفظة السوق ($Var(R_m)$)

كما يمكن حساب معامل بيتا لمحفظة استثمارية β والذي يعبر عن مجموع قيم بيتا للأصول المكونة

للمحفظة الاستثمارية مرجحة بالأوزان النسبية للأصول وفقا للعلاقة التالية:

¹ الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية دراسة عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 35، العدد 112، سنة 2013، ص 21.

² Pascal Grandin, Mesure de performance des fonds, methode et resultat, Economica, France, 1998, p15.

$$\beta_p = w_1 \beta_1 + w_2 \beta_2 + \dots + w_n \beta_n$$

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$$

- أهم الحالات التي تأخذها قيمة β_p :

سوف نقدم بعرض أهم الحالات لقيمة معامل بيتا β_p مع تقديم شرح مبسط لكل من الحالات الممكنة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): قيم معامل بيتا وتفسيراتها

قيمة بيتا	اتجاه تحرك العائد	التفسير
1	مع اتجاه السوق	مخاطرة الأصل المالي تساوي مخاطرة السوق ككل
2	مع اتجاه السوق	مخاطرة الأصل مرتين مخاطرة السوق
صفر	غير مرتبطة مع السوق	مخاطرة الأصل غير مرتبطة بمخاطرة السوق
-05	عكس اتجاه السوق	نصف اتجاه السوق ولكن في اتجاه مضاد لاتجاه السوق

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على: عبد العالي صالح، دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى -دراسة حالة بورصة عمان-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص طرق الأمثلية في الاقتصاد، جامعة الجزائر3، 2018/2019، ص30.

المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

ترتكز نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية على أسلوبين هما:

الفرع الأول: النموذج البسيط لقياس أداء المحفظة الاستثمارية

وفقا لهذا النموذج (الأسلوب) يتم قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق من خلال نشر الصناديق ذات النهاية المفتوحة يوميا لقيمة الموجودات الصافية للأسهم وكذا الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة، وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد وتناسب هذه الطريقة المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته وذلك لسهولة استخدامها، كما توضح المعادلة التالية¹:

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 72-73.

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_c}{P_0}$$

R : قيمة المؤشر؛

P_0 : قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء)؛

P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)؛

D : توزيعات الأرباح؛

D_c : معدل العائد على الاستثمار؛

$(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية.

الفرع الثاني: الأسلوب (الكمي) المزدوج لقياس أداء المحفظة الاستثمارية

تعددت وتنوعت طرق تقييم وقياس أداء محفظة الأوراق المالية إلا أن أهمها هي ثلاثة طرق قدمت من طرف ترينور "Treyner" سنة 1965 وشارب "Sharpe" سنة 1966، وجونسون "Jensen" سنة 1968، بالإضافة إلى مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر لـ Madigliani سنة 1997 والمشهور بـ M^2 ، ففي هذا النموذج يتم استخدام أساليب وإجراءات كمية مختلفة لاختيار الأوراق المالية (الوحدات) الواجب شراؤها أو بيعها، وتعد هذه الطرق من الطرق التقليدية الأولى في هذا المجال والتي رغم تعرضها إلى عدة انتقادات في الأبحاث الحديثة إلا أنها لا زالت تعتبر من أهم الطرق المشهورة لأنها تراعي معدل العائد وعنصر المخاطرة بشكل كبير.¹

أولاً: نموذج شارب

قدم وليام شارب عام 1966 مؤشر شارب Sharpe's Index لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، وهو مقياس مركب يقوم على أساس قياس العائد والخطر المخاطر الكلية سواء النظامية وغير النظامية، والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، فهذه النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة الاستثمارية. ونعبر على مؤشر شارب بالعلاقة التالية:²

¹ Voir:

- Bodie Zvi, Alex Kane, Alan Marcus, Investments 4th, ed Irwin, Mc Graw-Hill 1999, p607-608.
- Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille, analyses quantitative de rentabilité et des risques, Pearson education, 2004, p12.

² انظر:

- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 281.

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

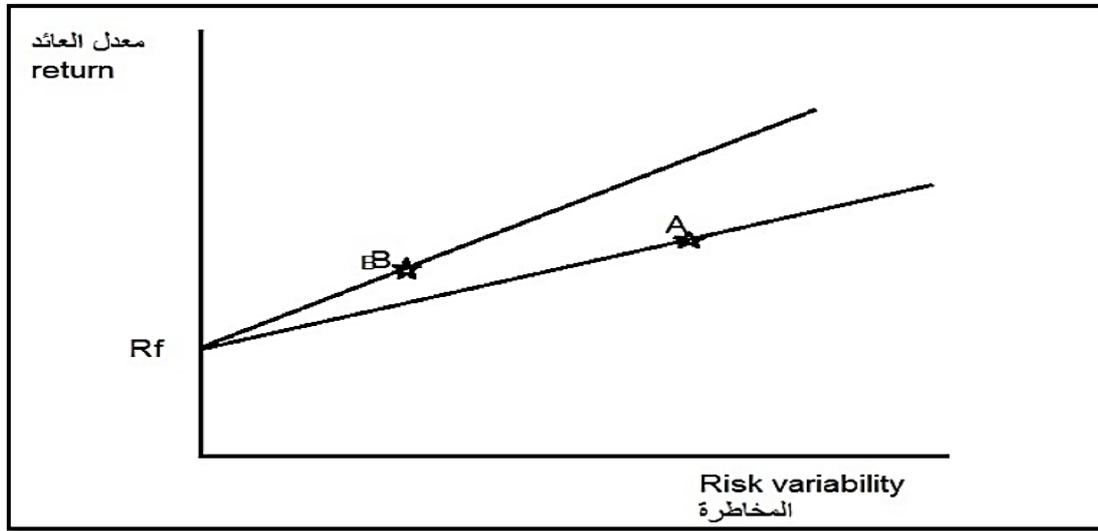
S_p : مؤشر شارب لقياس الأداء.

R_p : معدل عائد المحفظة p.

R_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

δ_p : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار للمحفظة.

الشكل رقم (21): الرسم البياني للأداء حسب نموذج "شارب"



Source: Bacon, R, Carl, Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution, John Wiley & Sons, England, 2004, p66.

الشكل رقم (21) يوضح أن نسبة شارب تعتمد على متغيرين حيث يوجد في المحور الرأسي معدل العائد للمحفظة، وعلى المحور الأفقي توجد المخاطرة (الانحراف المعياري δ)، والنقطة R_f ثابتة على المحور الرأسي في معدل العائد الخالي من المخاطرة وهي تمثل نقطة انطلاق طبيعية لجميع المستثمرين، إذ يمكن للمستثمر تحقيق هذا العائد من دون التعرض لأي مخاطرة، ومن المهم ضمان استخدام نفس معدل العائد الخالي من المخاطرة لجميع المحافظ الأغراض المقارنة، ويتم رسم خطين مستقيمين من نقطة ثابتة على المحور العمودي وهو

معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f أحدهما للنقطة A والثاني للنقطة B وتمثل النقطتين العوائد السنوية والمخاطرة السنوية للمحفظة A والمحفظة B على التوالي.

وبالتبع فإن المستثمرين يفضلون العائد المرتفع والمخاطرة المنخفضة، يعني أن يكونوا في الربع الأعلى في أعلى اليسار من الشكل، ويحدد ميل الخط كيف يكون البعد نحو ربع الدائرة الأيسر لكل محفظة، وكذلك يحدد انحدار درجة الميل في أعلى الجهة اليسرى التي يذهب إليها المستثمر.

ثانياً: نموذج ترينور

لقد قدم ترينور طريقة لقياس أداء المحفظة المالية معتمداً فيها على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر العامة (المنتظمة) باستخدام معامل بيتا β كمقياس لمخاطر المحفظة، حيث أن معامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد صحيح، ويمكن حساب مؤشر ترينور وفق العلاقة التالية:¹

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث:

T_p : مؤشر ترينور لقياس الأداء.

R_p : عائد المحفظة p.

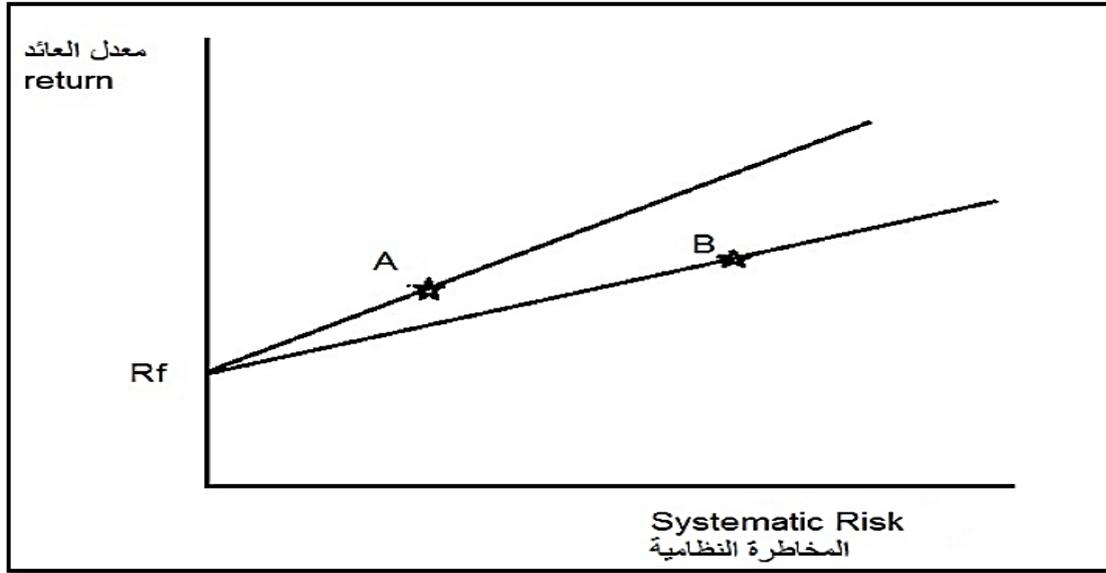
R_f : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

β_p : معامل بيتا للمحفظة.

¹ Voir:

- Frédéric Herber, Cat Herive Barillet. Octave Jokung, Pierre N'Gahane, Finance et placement, Arnand calin, Avril, 1998, p 99.
- Said Elfakhani, and M Kabîr Hassan, performance of islamic mutual funds, economic research forum, grand hyatt, cairo, egypt, 12 annual conference, 19-21 December, 2005, p11

الشكل رقم (22): القياس البياني للأداء حسب نموذج "ترينور"



Source: Bacon, R, Carl, Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution, John Wiley & Sons , England ,2004 , p71.

يوضح الشكل الرقم (22) أن المحور الأفقي يمثل المخاطرة النظامية (معامل بيتا β) وتتجاهل المخاطرة غير النظامية الخاصة بالشركة وكلما كانت نسبة ترينور كبيرة كلما دل ذلك على ارتفاع عائد المحفظة الاستثمارية بالعلاقة إلى مخاطرتها النظامية، وبالتالي فإن ذلك يعني الأداء الجيد للمحفظة.

ثالثاً: نموذج جونسن

قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائدة حيث يعبر المقدار الأول عن مقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني يعبر عن علاوة خطر السوق.¹

وتبين لنا من المعادلة أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو ان يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

¹ Voir:

- Brentani Christine, portfolio Management in practice Elsevier ltd, London, 2004, p 84.
- Abd-Karim Rahimie, Analysing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A Critical Review of The Malaysian Case, op-cit p150.

$$Alpha \alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

$(R_p - R_f)$: العائد الصافي (علاوة مخاطر المحفظة الاستثمارية).

$\beta(R_m - R_f)$: علاوة خطر السوق.

بالإضافة الى النماذج السابقة هناك نموذج آخر لا يقل اهمية عن النماذج الأخرى وهو مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 .

رابعا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP): Risk Adjusted Performance

قدم (Leah & franco Madigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر،

ويسمى أيضا نموذج Modigliani Squared (M2)، ويشبه نسبة (Sharp) لأنه يركز على التقلبات الكلية

كمقياس للمخاطر، حيث أن مقياس شارب وترينور مقياس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما

يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل

بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة

استثمارية أمرا سهلا، ويمكن صياغة معادلته كمايلي:¹

$$RAP = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$$

حيث:

RAP: معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر.

\bar{R}_p : متوسط عائد المحفظة.

¹ سعدي أحمد حميد الموسوي، تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس M^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة دراسة تطبيقية تحليلية في عينة - من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الرابع والعشرون، ص8.

δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $(\bar{R}_p - R_f)$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

ويعكس المقدار $\frac{\delta_m}{\delta_p}$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

أما الشيء الذي يميز هذا المؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

خلاصة الفصل الثالث

سمح لنا هذا الفصل بتسليط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية وكذا السياسات المتبعة في تكوينها وإعادة تكوينها. كما لاحظنا أن القرار الاستثماري يعتمد على ركيزتين أساسيتين، الركيزة الأولى هي العوائد، أما الركيزة الثانية فهي المخاطر. المستثمر بطبيعة الحال يهدف إلى زيادة عوائده وثروته وذلك بأقل مخاطر ممكنة، إلا أن هذه الفلسفة تتضمن تعارضا واضحا، إذ من المعروف أنه كلما زادت فرص المكاسب كلما ارتفعت معها احتمالات الخسائر، من هذا الأساس فإن الموازنة بين العوائد والمخاطر يعتبر من أهم التحديات التي يتعرض إليها المستثمر، ومن أهم أساسيات إدارة المحافظ الاستثمارية هي مواجهة هذه التحديات. بينما لا يزال الاقتصاد الإسلامي يطور أدواته، فقد شق طريقا واسعا في ممارساته المالية بحيث تعد المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم أدوات التمويل الإسلامية باعتبارها وسيلة فعالة في تجميع المدخرات، واطاحة الفرصة لصغار المستثمرين الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة. ومن أجل الحكم على مدى جودة المحفظة في توظيف الموارد المالية للأفراد والشركات لابد من القيام بمجموعة من الإجراءات أبرزها إجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة باعتبارهما أساسا لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، من بعدها استخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها عند قيام المستثمر في تكوين المحفظة الاستثمارية. ومن خلال تعرفنا النظري لمفهوم المحافظ وصناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تشكيلها وأساليب تقييم أداءها سنحاول تطبيقها في بعض أسواق الأوراق المالية العربية والإسلامية وهو موضوع فصلنا الموالي.

الفصل الرابع

دراسة تطبيقية للور البنوك الإسلامية في تفعيل أداء سوق

الأوراق المالية تجارب دولية

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لدور البنوك الإسلامية في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية تجارب دولية

تمهيد

يعتبر موضوع المحفظة الاستثمارية من أهم الموضوعات التي تعمل على تطوير علم الاستثمار لأنه جاء من أجل تلبية حاجات المستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة في السوق، ولكي يتمكن المستثمر من تكوين محفظة وإدارتها وتحديد مخاطرها المتوقعة يتطلب دراسة علمية دقيقة حولها وخبرة ودراية كافية في هذا المجال، ومن أبرز الإجراءات المتخذة عند اختيار استثمار معين هو إجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطر باعتبارها أساس تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ومن ثم استخدام مقاييس الأداء.

على ضوء ما تم عرضه في الفصول السابقة من الجانب النظري سنخصص هذا الفصل لتقييم أداء مجموعة من محافظ استثمارية تابعة لبنوك إسلامية والمتداولة في أسواق الأوراق المالية، من خلال الاستعانة بأشهر مؤشرين لتقييم أداء المحافظ وصناديق الاستثمار هما (شارب وترينور) التابعان للأسلوب المزدوج الذي يأخذ بعين الاعتبار كل من العائد والمخاطرة، وكان هذا سبب الاختيار لأنه يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار. لذلك سنحاول دراسة حالة تلك المحافظ الاستثمارية واداءها في أسواق الأوراق المالية العربية والإسلامية، ألا وهي سوق الأسهم السعودي، بورصة ماليزية، سوق الإمارات للأوراق المالية، خلال فترة الدراسة الممتدة من 2013 إلى 2022 ومحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري، سنحاول تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي

المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الإمارات للأوراق المالية

المبحث الأول: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي

تمهيد

يحتل سوق الأسهم السعودي المراكز الريادية من بين الأسواق المالية العربية والعالمية، سواء كان ذلك من حيث حجم قيمة التداول أو القيمة السوقية أو حجم الشركات المدرجة ضمنها أو عدد الصفقات المنفذة، بالإضافة على وجود عدد معتبر من المحافظ والصناديق الاستثمارية في هذا السوق، وقد مر منذ إنشائه بعدت مراحل.

المطلب الأول: واقع سوق الأسهم السعودي

تعد السوق المالية السعودية حديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة والأكثر نمواً بين أسواق دول الخليج والشرق الأوسط، فإنها تقف في موقع الريادة بين الأسواق المالية الناشئة.

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

بدأت تداول مسيرتها كسوق غير رسمية 1954 ثم تطورت بشكل تدريجي إلى سوق أوراق مالية واعدة، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، مر بخمس مراحل أساسية تمثلت فيما يلي: ¹

- المرحلة الأولى: 1935 إلى أوائل الثمانينات

ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس شركات المساهمة، وتعود بداية تأسيس أول شركة مساهمة إلى سنة 1935 بتأسيس الشركة العربية للسيارات في المملكة العربية السعودية. يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، حيث بلغ عدد شركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1.7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الإتصال المباشر، في منتصف السبعينيات بلغت نحو 14 شركة مدرجة سنة 1975، كما برزت مكاتب الوساطة

¹ انظر الى:

- مجموعة تداول السعودية، التقرير السنوي 2020، ص 8-9

- عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 97-100.

-سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودي، رسالة ماجستير في علوم

التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة2، الجزائر، 2013/2014، ص 121

-Ibrahim A. Onour, Testing Efficiency Performance of Saudi Stock Market, JKAU: Econ. & Adm., Vol. 23 No. 2, p16.

وزدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

- المرحلة الثانية: أوائل الثمانينات إلى 2003

تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983 وصدر مرسوم يقضي إنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وتم ذلك بتشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ومؤسسة النقد العربي السعودي لتنظيم السوق وتطويره، وقد أوكلت لمؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على تداول الأسهم في السوق، في عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول ESIS* .
وتم استحداثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي بـ " تداول Tadawul "، فهو نظام آلي ومتكامل من حيث آليات التسوية والمقاصة.

- المرحلة الثالثة 2003-2007

تمت إعادة هيكلة الإطار التنظيمي للسوق بعد اعتماد قانون جديد للسوق، وتأسيس هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم وإدارة كل ما يتعلق بعمليات البورصة، كتنظيم عمل المستثمرين والوسطاء ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ.
ومن أبرز المهام الأساسية للهيئة: ¹

- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة التي تنطوي على احتمال أو تدليس.
- تنظيم سوق الأوراق المالية وتطويرها وتنمية أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- العمل على تحقيق العدالة المصدقية والشفافية في الأوراق المالية.
- تنظيم وإصدار الأوامر المالية ومراقبة التعامل بها.
- مراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

* ESIS: Electronic share Information system.

¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2022، السعودية 1443-1444 الموافق لـ 2022م، ص 34-35.

- المرحلة الرابعة: 2007-2017

تأسيس السوق المالية السعودية " تداول" كشركة مساهمة بصفتها الكيان الوحيد المرخص له بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة سنة 2007، ثم تطورت تدريجياً لتصل إلى إطلاق برنامج المستثمر الأجنبي المؤهل، وتأسيس شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) ، وفي سنة 2017 تم إنشاء ماييلي:

- إنشاء السوق الموازية نمو مع متطلبات إدراج ميسرة للشركات الصغيرة والمتوسطة .
- توقيع اتفاقية مع بورصة ناسداك لتجديد البنية التحتية لمرحلة ما بعد التداول.

- المرحلة الخامسة: 2017-2020

لتواصل التطور بما يتواءم مع المتطلبات المتزايدة للاقتصاد السعودي والمنطقة، بإنشاء شركة مركز مقاصة الأوراق المالية "مقاصة"، بالإضافة إلى ثلاثة مؤشرات عالمية تعلن نيتها لضم "تداول" إلى مؤشر الأسواق الناشئة. وتم إدراج شركة أرامكو السعودية سنة 2019 ليصبح السوق السعودي أحد أكبر 10 أسواق في العالم. وانضمامه بشكل كامل إلى مؤشرات الأسواق الناشئة MSCI** و S&P*. وانضمامه بشكل جزئي إلى مؤشر فوتسي FTSE***، كما تم السماح للشركات الأجنبية بالإدراج في تداول.

لقد تم في سنة 2020 العديد من التحولات والتطورات التي تتجلى فيما يلي:

- تقديم الترخيص لشركة مقاصة من هيئة السوق المالية كطرف مقابل مركزي مؤهل؛
- إنشاء شركة تداول للحلول المتقدمة "وامض"؛
- استكمال الانضمام إلى مؤشر Russell FTSE فوتسي راسل للأسواق الناشئة؛
- إطلاق سوق المشتقات؛
- انضمام شركة مقاصة إلى مؤشر CCP12****؛
- إطلاق عملية تحويل إعادة شراء الضمانات.

المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الاسهم السعودي من أكبر الاسواق العربية من حيث قيم الاسهم المتداولة في الشركات المدرجة ضمنها والمؤشر العام، ويمكن توضيح ذلك كمايلي:

* MSCI : Morgan Stanley Capital International

** P&S : Standard & Poor's.

*** FTSE: Financial Times Stock Exchange

**** CCP12 : the Securities Clearing Center Company.

الفرع الأول: الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة (المدرجة) في بورصة الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق وزيادة عدد الشركات المسجلة بالسوق يدل على طلب التمويل من سوق الأوراق المالية وإقبال الجمهور على هذه السوق بسبب تنوع الشركات فيها، مما يؤدي إلى زيادة حجم المعاملات وبالضرورة زيادة حجم السوق، ويعتبر سوق الأسهم السعودية من أكثر الأسواق العربية نشاطاً وذلك من خلال تنوع الشركات المدرجة فيه والتي تعرف بتنوعها.

الجدول رقم (06): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الاسهم السعودي خلال الفترة (2013-

2022)

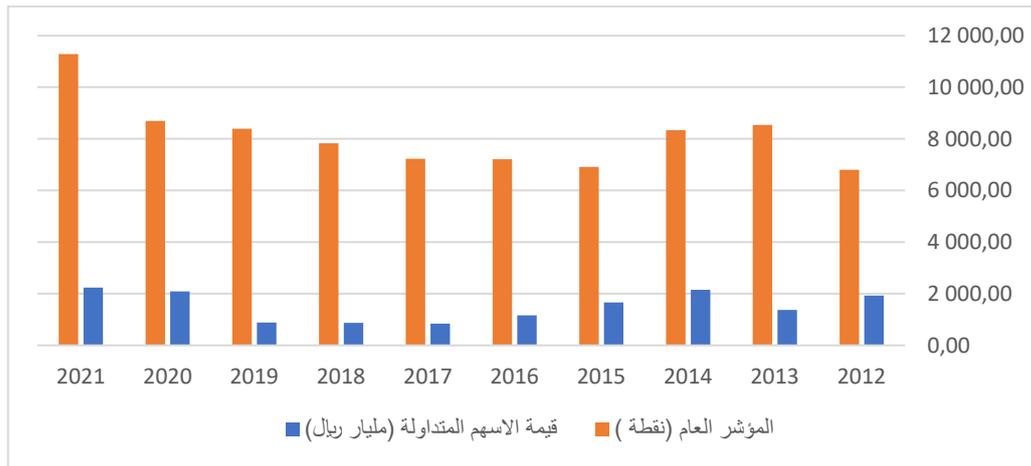
سنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
عدد الشركات	163	169	171	176	179	190	199	203	210	223

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي، مجموعة تداول السعودي، (2015-

2022).

الشكل رقم (23): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الاسهم السعودي خلال الفترة (2013-

2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (06)

من خلال الجدول والشكل أعلاه تبين لنا ان عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية في تزايد مستمر حيث في نهاية سنة 2015 بلغ حوالي 171 شركة ووصل إجمالي عدد الشركات المدرجة بزيادة 8

شركات سنة 2017 أي 179 شركة، وفي سنة 2019 وصل العدد الى 199 شركة، ليلغ عدد الشركات المدرجة في السوق خلال الربع الرابع من سنة 2022 الى 223 شركة موزعة على مختلف القطاعات.

الفرع الثاني: حجم التداول سوق الأسهم السعودي

كما يعرف كذلك بقيمة الأسهم المتداولة أو القيمة الإجمالية للتداول حيث يعكس حجم التداول مدى سيولة السوق وهو عبارة عن قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة.

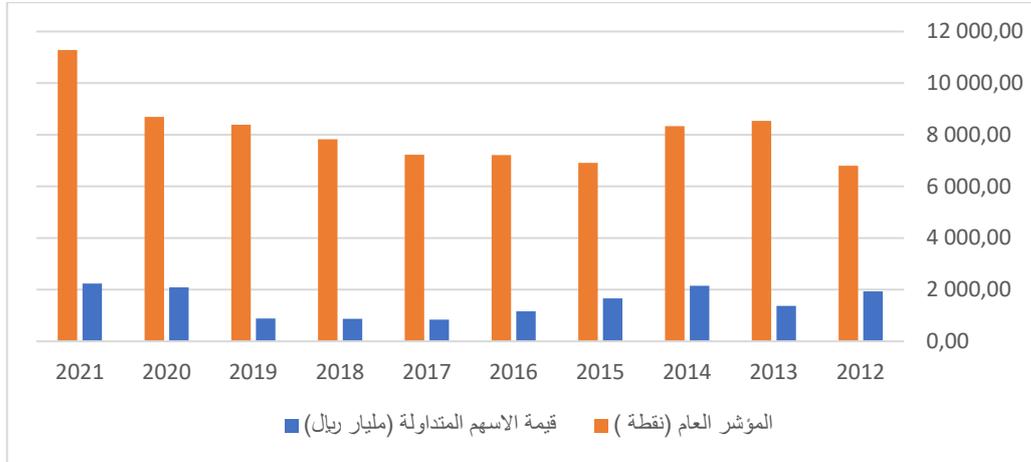
يبين الجدول التالي حجم التداول في السوق السعودي من حيث عدد وقيمة الأسهم.

الجدول رقم (07): حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	عدد الاسهم المتداولة	نسبة التغير (%)
2012	1,929.32	-	80,939,384,649	-
2013	1,369.67	-29.01	53,308,531,627	-34.14
2014	2,146.51	56.72	69,226,875,548	29.86
2015	1,660.62	-22.64	67,515,333,956	-2.47
2016	1,156.99	-30.33	69,097,839,973	2.34
2017	836.28	-27.72	45,900,497,229	-33.57
2018	870.87	4.14	39,770,215,733	-13.36
2019	880.14	1.06	34,058,146,971	-14.36
2020	2,087.80	137.21	80,030,190,534	134.98
2021	2,235.90	7.09	67,534,763,053	-15.61
2022	1,708.04	-23.61%	45,110,389,084	-34.16%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي، مجموعة تداول السعودي، سنة 2013-2022، ص 22.

الشكل رقم (24): تطور حجم التداول لسوق الاسهم السعودي خلال الفترة (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (07)

من خلال الجدول رقم (07) والذي يبين عدد وقيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 2013-2022 يتضح مايلي:

شهدت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعاً وبوتيرة نسبية؛ حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة فيه من 1,369.67 مليار ريال سنة 2013 إلى 2,146.51 مليار ريال سنة 2014 ، في المقابل ارتفعت عدد الأسهم بنسبة 31.22%، ليشهد بعد ذلك انخفاضاً مستمراً في عدد الأسهم خلال الفترة 2014-2019 ليصل الى 34,058 مليار سهم مقابل 69,226,875 مليار سهم تم تداوله خلال سنة 2014 وسبب هذا التراجع هو الأوضاع السياسية في المنطقة العربية في سنة 2014 مع انهيار أسعار النفط، أما خلال سنتي 2020 و 2021 فشهدت السوق انتعاشاً في قيمة الأسهم حيث وصلت قيمة الاسهم المتداولة الى حدود 137.21% سنة 2020، ليتخفّض بعدها مباشرة عدد الأسهم المتداولة بنسبة (-34.16%) سنة 2022 مقارنة بسنة 2021.

الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الاسهم للسوق

تحتل السوق المالية السعودية المرتبة التاسعة بين أسواق المال في العالم من حيث القيمة السوقية، ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ويقاس من خلال قسمة القيمة السوقية

للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المعدل مستوى نشاطها فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية¹. ويعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه السوق حيث يمثل المقياس الذي يتمكن من خلاله المستثمر من معرفة وضع السوق، حيث يقيس المؤشر العام (TASI)* في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات المدرجة في السوق (إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في ذلك اليوم/إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة).

الجدول رقم (08): القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الاسهم للسوق خلال الفترة (2013-2022)

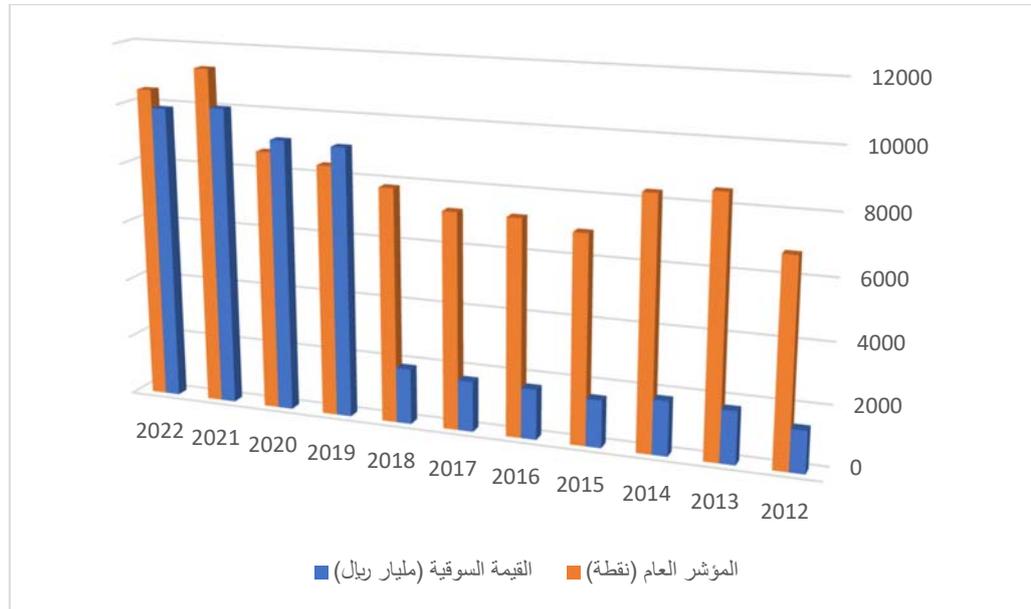
السنوات	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير (%)
2012	1,400.34	-	6,801.22	-
2013	1,752.86	25.17	8,535.60	25.50
2014	1,812.89	3.42	8,333.30	-2.37
2015	1,579.06	-12.90	6,911.76	-17.06
2016	1,681.95	6.52	7,210.43	4.32
2017	1,689.60	0.45	7,226.32	0.22
2018	1,858.95	10.02	7,826.73	8.31
2019	9,025.44	385.51	8,389.23	7.19
2020	9,101.81	0.85	8,689.53	3.58
2021	10,009.15	9.97	11,281.71	29.83
2022	9,878.10	-1.31	10,478.46	-7.12

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي، مجموعة تداول السعودي، 2022، ص20. يتضح من خلال الجدول رقم (08) ما يلي:

¹ صبرينة عتروس وسهيلة عتروس، استخدام منهجية box Jenkins للتنبؤ ببعض مؤشرات سوق الأسهم السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 23، جوان 2018، ص80.

* TASI : المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية اختصار لـ: Tadawel All Share Index

الشكل رقم (25): القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول الاسهم للسوق السعودي خلال الفترة (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (08)

الفترة 2012-2014 شهدت القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية ارتفاعا ملحوظا قدر بـ 25.17 % سنة 2013، وسجل بقيمة 1,812.89 مليار ريال سنة 2014 مقارنة بالقيمة السوقية لسنة 2012 التي قدرت بـ 1,400.34 مليار ريال، بعدها أخذت القيمة السوقية في الانخفاض تدريجيا إلى غاية سنة 2016 بلغت قيمة 1,689.60 مليار ريال وبنسبة 0.45 %، يرجع هذا الانخفاض الى الخسائر الفادحة التي حلت بالسوق السعودي وذلك بسبب انهيار النفط المتواصل منذ جوان 2014، ولكن استرجعت السوق عافيتها وبدأت بالارتفاع حيث بلغت ذروتها سنة 2021 إذ قدرت بـ 10,009.15 مليار ريال سنة 2021 وسجلت نسبة 9.97 % محققة بذلك قفزة نوعية بالمقارنة مع السنوات السابقة.

اما فيما يخص المؤشر العام فقد شهد عام 2012 ارتفاعا في المؤشر العام للسوق بعد أزمة 2011، واستمر هذا الانتعاش الى غاية 2013 بنسبة 25.5%، وفي سنة 2014 شهد انخفاض في قيمة المؤشر بنسبة (-2.37%) وهذا راجع الى أزمة الديون السيادية لليونان بنسبة 25.5% وازمة انخفاض أسعار النفط في 2015، حيث استمر المؤشر في الانخفاض الى غاية 2017، ليعرف ارتفاع بنسبة 8.31% سنة 2018، وفي نهاية سنة 2019 بدأ المؤشر العام بالانخفاض بنسبة 7.19% الى غاية 3.58% سنة 2020 خلال ظهور جائحة كورونا (كوفيد-19) مما أدت إلى توقف الشركات عن التداول نتيجة تداعيات كورونا، بعدها ارتفعت سنة 2021 بنسبة 29.83% وانتعاش السوق واسترجع عافيته تزامنا مع الدعم الذي قدمته الدولة لمختلف القطاعات للحد من آثار الجائحة (كوفيد-19)، والرفع التدريجي للإجراءات الاحترازية بالإضافة إلى الارتفاع

الكبير الذي سجلته أسعار النفط خلال هذه الفترة وكذا ارتفاع المشاركات في السوق، بعدها عاود الانخفاض بنسبة (-7.12%) وذلك راجع الى تأثر مؤشر السوق السعودي خلال العام 2022، بحالة عدم اليقين بشأن الركود الاقتصادي العالمي وتداعيات رفع الفائدة بالإضافة إلى تقلبات أسعار النفط.

الفرع الرابع: صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2013-2022)

لاقت صناديق الاستثمار الإسلامية رواجاً وقبولاً عالمياً متزايداً لاعتباره من بين أهم الخدمات المالية الإسلامية حيث سعت كل دولة إلى تحقيق أكبر عدد من الصناديق الاستثمارية الإسلامية. وأبرزها المملكة العربية السعودية التي تعتبر أول سوق تستثمر في صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، لتجذب هذه التجربة المزيد من الدول لتطوير مجموعة متنوعة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية. الجدول الموالي يوضح تطور في عدد الصناديق وإجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية التي تحوزها المملكة العربية السعودية.

الجدول رقم (09): عدد صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2013-2022)

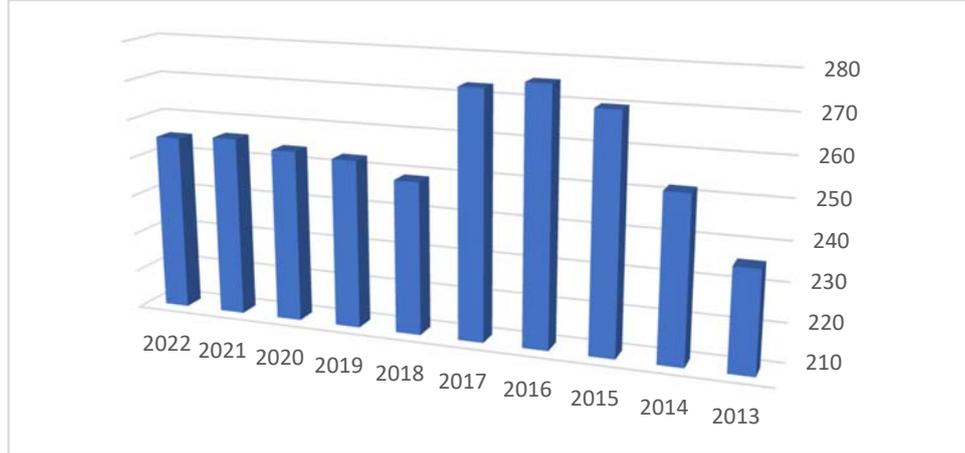
الفترة	عدد الصناديق	عدد المشتركين	اجمالي أصول الصناديق (مليون ريال)
2013	236	258 110,00	103 179,00
2014	252	246 031,00	110 711,00
2015	270	236 977,00	102 898,00
2016	275	224 411,00	87 836,00
2017	273	238 445,00	110 232,77
2018	249	332 567,00	111 861,70
2019	253	329 739,00	159 958,04
2020	254	358 894,00	209 724,32
2021	256	529 312,00	227 173,40
2022	255	652 869,00	126 105,01

المصدر: البنك المركزي السعودي، التقرير الاحصائي (sama.gov.sa)، تاريخ 2023/12/25

يتضح من خلال الجدول رقم (09) ان عدد الصناديق الاستثمار في تزايد مستمر خلال الفترة 2013-2017 حيث بلغ عدد الصناديق 273 سنة 2017 مقارنة بسنة 2013 الذي سجل 236 محفظة، لتتخف بنسبة طفيفة بعدها في سنة 2018 بنسبة (8.8%)، وتعاود الارتفاع في الفترة 2019-2022 تزامناً مع الزيادة في عدد المشتركين بنسبة 25% مقارنة بسنة 2021، كما نلاحظ انخفاض في قيمة إجمالي أصول الصناديق سنة 2016 حيث قدرت بـ 87 836 مليون ريال مقارنة بالسنوات السابقة

التي بلغت 110 711 مليون ريال سنة 2014، لتسترجع قيمها في الفترة ما بين 2017-2021 وترتفع وتبلغ أعلى قيمة لها 227 173,40 مليون ريال سنة 2021، الى ان نخفض اجمالي أصول الصناديق خاصة في الربع الرابع من سنة 2022 بنسبة (44%) وذلك جراء تأثير السوق بالحرب بين روسيا وكرانيا.

الشكل رقم (26): عدد صناديق الاستثمار العاملة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (09)

المطلب الثالث: دراسة تحليلية لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2013-2022

سوف يتم التطرق في هذا الجزء من الدراسة لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي والتابعة لبنوك إسلامية ناشطة في القطاع المصرفي السعودي كبنك الراجحي، بنك الرياض وبنك الأهلي السعودي.

وسيتم الاعتماد على كل من مؤشر شارب ومؤشر ترينور لتقييم أداء محافظ استثمارية من بين العديد من مؤشرات قياس الأداء التي تطرقنا إليها سابقا.

الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الاسهم السعودي
سوف نعرض من خلال هذا الفرع معدلات الأداء المختلفة لمحافظ الاستثمارية تابعة لبنوك ومؤسسات مالية اسلامية محل الدراسة ومتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2013-2022.

الجدول رقم (10): تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الاسهم السعودي خلال فترة (2013-2022)

السنوات	محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية (%)	محفظة الرياض الاسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة (%)	محفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل (%)	محفظة البلاد للأسهم السعودية النقية (%)
2013	33,12	25,19	30,48	31,9
2014	13,44	-17,79	1,61	7,2
2015	-8,92	2,99	-12,78	-14,3
2016	-3,65	-1,2	8,21	1,9
2017	0,05	-0,48	4,93	-4,7
2018	8	15,11	11,53	8,2
2019	7,91	8,17	9,24	18,5
2020	9,92	9,72	20,13	10,7
2021	41,92	41,74	34,23	29,9
2022	3,75	5,5	0,43	-3,78

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على:

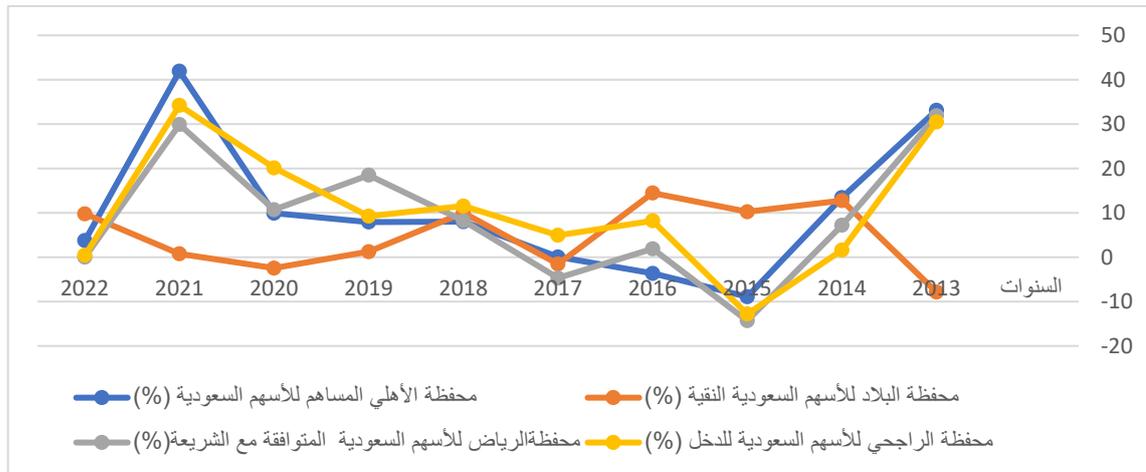
- التقرير السنوي، محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية، 2023.

-التقرير السنوي، محفظة الرياض الاسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة، 2023.

-التقرير السنوي، محفظة البلاد للأسهم السعودية النقية، 2023.

- التقرير السنوي، محفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل، 2023.

الشكل رقم (27): تطور معدلات أداء عينة من محافظ مدرجة في سوق الاسهم السعودي



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (10)

يظهر في الشكل رقم (27) انخفاض مستمر في معدل عائد في كل من (محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية، محفظة الرياض للأسهم السعودية، محفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل) خلال الفترة ما بين سنة 2013 إلى غاية سنة 2018 إذ حقق مستويات جد منخفضة وخسارة على عائد المحفظة نتيجة تأثره بأزمة انخفاض اسعار النفط 2015 ومخلفات أزمة الديون السيادية لليونان الى غاية 2017 في حين محفظة البلاد للاسهم السعودية لم تتأثر بدرجة كبيرة بالأزمة، ليتحسن أداؤها سنة 2018 ويحقق معدل عائد مقبول استمر الى سنة 2019 وفي نهاية الفترة بعد ظهور جائحة كورونا انخفض العائد وصولا الى سنة 2020، بعدها بدأ بالتحسن وارتفع العائد الى غاية 2021 نتيجة الاعانات التي منحتها الدولة، وتنخفض مباشرة سنة 2022، وفما يخص معدل العائد محفظة الاسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة سجل ارتفاعا في ابتداء من سنة 2014 الى غاية 2016 أي انه لم يتأثر بأزمة أسعار النفط التي مست البلاد، لتتخفض بعدها الى غاية 2021 جراء تأثر المحفظة بجائحة كورونا ويستعيد عافيته في 2022 بارتفاع العائد وبلوغه 9.77 %

الفرع الثاني: أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في سوق الاسهم السعودي

تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة بارزة في الاقتصاد السعودي ككل، حيث تعتمد على الحلول الشرعية في اتخاذ وتطبيق قراراتها، واستطاعت تحقيق معدلات نمو جيدة، وسيتم التطرق الى تقييم أداء عينة من محافظ استثمارية خلال الفترة (2013-2022) باستخدام المؤشرات المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور) وعليه كانت حصيلة النتائج المتوصل اليها كما يلي:

الجدول رقم (11): نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الاسهم السعودي

بيانات السوق				
R_f : عائد اذون الخزانة	\bar{R}_m : العائد	δ_m : الانحراف المعياري	Var: تباين	sharp_m : شارب
1.17 %	5.24 %	13.28 %	0.0176	0.306

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم 01

- تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي، 2022.

- التقرير الاحصائي السنوي، مجموعة تداول السعودي، 2022.

أولاً: تطبيق مؤشر شارب على سوق الاسهم السعودي:

سوف نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق، إضافة الى معدل العائد على اذون الخزينة، بعدها يتم التطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من المحافظ الاستثمارية الإسلامية.

أ- حساب قيمة مؤشر شارب

- \bar{R}_m : المتوسط السنوي لعوائد سوق الاسهم السعودي بلغت 25.50%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.17%

- δ_m : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 13.28%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الاسهم السعودي خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_m - R_f}{\delta_m} = \frac{25.50 - 1.17}{13.28} = 0.306$$

تحليل النتائج:

نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب لسوق الاسهم السعودي ان السوق استطاع تحقيق عائد اضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية (0.306) وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية سوق الاسهم السعودية المرجحة بالمخاطر الكلية الى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق.

ثانياً: نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدما قمنا بحساب مؤشر شارب للسوق، إضافة الى معدل العائد على اذون الخزينة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق استثمارية التابعة لبنوك إسلامية والناشطة في السوق السعودية.

الجدول رقم (12): يبين نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار السوق السعودي

المؤشر	محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية	محفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشرعية	محفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل	محفظة البلاد للأسهم السعودية النقية
الانحراف المعياري δ	15%	15.27%	13.47%	14.14%
مؤشر شارب sharp	0.62	0.50	0.71	0.52

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1-1) والملحق رقم (2-1).

1- حساب مؤشر شارب لمحفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد المحفظة بلغ 10.55 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.17 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 15.01 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على المحفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{10.55 - 1.17}{15.01} = 0.62$$

تحليل النتائج:

ان العائد الاضائي الذي حققه المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.62 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.62 أكبر من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.306 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.314 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة، وان متوسط العائد على المحفظة (10.55) أكبر من متوسط العائد على السوق (5.24). وارتفاع عائد المحفظة على عائد السوق نتيجة استثمارات المحفظة حيث يقوم باستثمار اغلب اصوله في الاسهم السعودية في ظروف السوق العادية.

2- حساب مؤشر شارب لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد المحفظة بلغ 8.89 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.17 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 15.27 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على المحفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{8.89 - 1.17}{15.27} = 0.50$$

تحليل النتائج:

العائد الاضائي الذي حققه المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.50 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي،

ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.50 أكبر من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.306 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.194 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة، وان متوسط العائد على المحفظة (8.89) أكبر من متوسط العائد على السوق (5.24) ويرجع ارتفاع عائد المحفظة على عائد السوق إلى استراتيجية الاستثمار المتبعة والخاصة بالمحفظة.

3- حساب مؤشر شارب لمحفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد المحفظة بلغ 10.80 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.17 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 13.47 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على المحفظة خلال فترة الدراسة على

النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{10.80 - 1.17}{13.47} = 0.71$$

تحليل النتائج:

العائد الاضائي الذي حققه المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.71 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.71 أكبر من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.306 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.404 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة، وان متوسط العائد على المحفظة (10.80) أكبر من متوسط العائد على السوق (5.24) ويرجع سبب هذا الارتفاع الى استراتيجية الاستثمار الخاصة بالمحفظة.

4- حساب مؤشر شارب لمحفظة البلاد للأسهم السعودية النقية

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد المحفظة بلغ 8.55 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.17 %

- δ_p : المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 14.14 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على المحفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{8.55 - 1.17}{14.14} = 0.52$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققه المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.52 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.52 اكبر من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.306 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.214 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح المحفظة، وان متوسط العائد على المحفظة (8.55) اكبر من متوسط العائد على السوق (5.24) وارتفاع عائد المحفظة على عائد السوق نتيجة استثمارات المحفظة حيث يقوم باستثمار اغلب اصوله في الاسهم السعودية في ظروف السوق العادية.

ثالثاً: نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدما قمنا بحساب مؤشر شارب لكل محفظة من الصناديق الاستثمارية محل الدراسة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر ترينور على عينة من المحافظ الاستثمارية الإسلامية الناشطة في السوق.

الجدول رقم (13): يبين نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من محافظ أصول صناديق استثمار السوق السعودي

المؤشر	محفظة الأهلي	محفظة الرياض	محفظة الراجحي للأسهم	محفظة البلاد للأسهم
	المساهم للأسهم السعودية	للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	السعودية للدخل	السعودية النقية
بيتا β	1.01	0.89	0.97	0.99
مؤشر ترينور T	9.28	8.58	9.92	7.45

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1-1) والملحق رقم (2-1).

1- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 10.55 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.17 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 1.01 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{10.55 - 1.17}{1.01} = 9.28$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاع المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 9.28 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا المحفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta > 1$ أي $\beta = 1.01$ هذا يعني ان مخاطر المحفظة اكبر من مخاطر السوق، ، فرغم ارتفاع معامل قيمة المخاطرة المنتظمة للمحفظة إلا أن متوسط العائد السنوي المرتفع خلال فترة الدراسة 10.55 % ومع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند 1.17 %، قد أدى الى انخفاض العائد على المحفظة من 10.55% الى 9.28% في ظل المخاطر المنتظمة الذي تعرضت لها المحفظة. ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنويع الكامل للمحفظة وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة.

2- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 8.89 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.17 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.89 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{8.89 - 1.17}{0.89} = 8.58$$

التحليل:

أي أن العائد الاضافي الذي وصلت إليه نتائج المحفظة من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 8.58 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية هذه النوعية خلال فترة الدراسة، حيث بلغت المخاطرة المنتظمة المتمثلة في معامل بيتا إلى $\beta < 1$ أي $\beta = 0.89$ هذا يعني ان مخاطر السوق اكبر من مخاطر المحفظة، مما أدى الى انخفاض العائد على المحفظة من 8.89 % الى 8.58 % في ظل المخاطر المنتظمة.

3- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 10.80 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.17 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.97 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{10.80 - 1.17}{0.97} = 9.92$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 9.92 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا المحفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.97$ هذا يعني ان مخاطر السوق أكبر من مخاطر المحفظة، مما أدى الى انخفاض العائد على المحفظة من 10.80% الى 9.92% في ظل المخاطر المنتظمة.

4- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة البلاد للأسهم السعودي النقية

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 8.55 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.17 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.99 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{8.55 - 1.17}{0.99} = 7.45$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 7.45 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا المحفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.99$ هذا يعني ان مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق، مما أدى الى انخفاض العائد على المحفظة من 8.55% الى 7.45% في ظل المخاطر المنتظمة.

المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الأوراق المالية الماليزية

تعتبر السوق المالية الماليزية من أبرز الأسواق الإسلامية والآسيوية من حيث التداول وكذلك من حيث الإفصاح والشفافية في التعاملات المالية، والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، عن طريق توظيف أساليب الهندسة المالية والاعتماد على المنتجات المالية الإسلامية للاستثمار.

ولذلك سنتطرق أولاً إلى مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا وأقسامه قبل تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

المطلب الأول: واقع سوق الأوراق المالية في ماليزيا

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا بالإضافة إلى سوق الأوراق المالي الإسلامي¹.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية، وفي عام 1930م أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة brokers Singapore Association Stock كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سماسرة بورصة ماليزيا عام 1937، كما بدأ النظام المالي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 1 جانفي 1959 م.

لكن الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية الماليزي كان بتاريخ 9 ماي 1960م (بورصة الملايو) تشكلت سوق منظمة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور أين تم إدخال نظم الغرف التجارية، وقد تجسدت في غرفتان للتعامل وكان ذلك في عام 1961، إحداهما في ماليزيا والأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحدة، تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف وتسجل وتتداول فيها نفس الأسهم. وفي عام 1963 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا وسنغافورة. حتى عام 1973 انقسمت البورصة إلى كيانين مستقلين: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE، وبورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، لكن الارتباط بين البورصتين ظل قائماً، حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976م تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم تحت اسم كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، وفي عام 1979م قررت الحكومة الماليزية سحب جميع الشركات

¹ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص. 114-116

التي كانت لا تزال مدرجة في بورصة سنغافورة، وتم تسجيلها فعليًا في قوائم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية عام 1990م حينما ألغي الارتباط القائم بين بورصة سنغافورة وبورصة كوالالمبور.²

وشهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورًا ملحوظًا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات وسوق السندات، كما التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية التي افتتحها وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فيفري 2001م بغرض تدعيم السوق وتضمنت الخطة ستة أهداف جوهرية:

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزًا للحصول على الموارد التمويلية لشركات الماليزية؛
 - إيجاد بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين؛
 - خلق موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛
 - تطوير خدمات الوساطة بخلق بيئة تنافسية جيدة؛
 - تقوية وتنظيم أنظمة الرقابة؛
 - اعتبار ماليزيا مركزًا دوليًا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- وفي تاريخ 14 أبريل 2004م تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة.

الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعتبر التجربة الماليزية في إنشاء سوق رأس المال الإسلامي رائدة من نوعها على المستوى العالمي، فقد اعتمدت ماليزيا برنامجًا استراتيجيًا شاملًا من خلال تبني نهج التدرج في تطبيق النظام المالي الإسلامي، حيث كانت بداية اهتمامها بقطاع المصرفية الإسلامية، ثم قطاع التأمين الإسلامي (التكافل) فسوق رأس المال الإسلامي ليتحقق نظام مالي إسلامي شامل في ماليزيا. وفيما يخص سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا فقد اهتمت الحكومة الماليزية في بادئ الأمر بالأدوات والخدمات المالية الإسلامية، وقد تجسدت الخطوة الحقيقية لتسهيل تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية في إنشاء وحدة مختصة بسوق رأس المال الإسلامي

² انظر إلى:

- نوال عبد المنعم بيومي، التجربة الماليزية وفق مبادئ التمويل والاقتصاد الإسلامي، ط 2، مكتبة الشروق الدولية، جمهورية مصر، 2014م، ص 118.

- مايا إبراهيم فتني، إبراهيم عبد الحليم عبادة وميساء منير ملحم، الصكوك وآثارها على السوق المالي الإسلامي: ماليزيا نموذجًا، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الثاني، ديسمبر 2019، ص 163.

* ICMU سنة 1994 م ضمن إستراتيجية تنمية الأسواق المالية للتركيز على تطوير منتجات سوق رأس المال الإسلامي³.

1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعود بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م، حيث يدير هذا محفظة أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما عن أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلى عام 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ سريانه في 7 أبريل عام 1983 م، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وجاء بذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلامي ماليزيا برهارد **BIMB****، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي في 1993 م⁴.

وأما عن التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي وسنوضح ذلك في الجدول التالي:

* ICMU: Capital Market Islamic Unit

³ Aktarzaite Abdul Azziz, Capital Market in Islamic Frame work: 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.

** BIMB: Bank Islam Malaysia Berhad.

⁴ OICU_ IOSCO, Islamic Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organization of securities commissions, July 2004. P28

الجدول رقم (14): أهم المراحل التاريخية لتطور سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا

السنوات	المعالم
1990	- إصدار ولأول مرة سندات إسلامية من طرف (Shell MDS SdnBhd)
1993	- تأسيس أول صندوق أسهم استثماري إسلامي (Arab-Malaysian Tabung Ittikal) من طرف (ArabMalaysian Unit Trust Bhd)
1994	- تأسيس أول شركة سمسة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف (BIMB Securities SdnBhd)
1996	- تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) إطلاق أول مؤشر شرعي يضم أسهم الشركات الماليزية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في القائمة الرئيسية للبورصة الماليزية من طرف ((Rashid Hussain Bhd (RHB))؛
1999	- بورصة ماليزيا أطلقت ثاني مؤشر أسهم إسلامي (مؤشر كوالالمبور الإسلامي)، المؤشر يضم كافة أسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا؛
2002	الافتتاح العالمي للصكوك السيادية الحكومية في ماليزيا؛
2005	أصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت ب 760 مليون رنجت ماليزي.
2006	إنشاء أول I-REIT على قائمة تبادل مخزون الدولة؛ إنشاء صكوك الخزينة القابلة للتداول العالمي (BKN)؛
2007	- طبع أول منتج استثماري منظم متوافق مع الشريعة؛ -إطلاق مؤشرات مرجعية جديدة متوافقة مع الشريعة؛ -مؤشر FBM Emas الشرعي؛ - مؤشر FBM Hijrah الشرعي؛ - مؤشر الشريعة من بورصة ماليزيا؛ - طرح مجموعة FTSE؛
2008	ادراج أول I-ETF شرعي في آسيا؛
2010	- إنشاء أول سوق لتبادل السلع متوافق مع الشريعة في 2009؛ - طرح الدفعة الثانية من مسكوك الحكومة السيادية العالمية في ماليزيا؛
2011	في 21 فيفري، تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (ايه أي بي أي أم) السيادي الشرعي؛ - طرح صكوك Renmunbi من طرف (BNK)؛ - إدراج صكوك الوكالة الحكومية في ماليزيا؛

2012	- طرح عملية الإكتتاب العام المتوافق مع الشريعة في بورصة ماليزيا بواسطة Feloda Global Ventures. - ابتكار صكوك RMB باستخدام قسيمة البث Axiata Group Berhad؛ - أكبر اصدار للصكوك في العالم بواسطة plus؛
2013	- وصول ماليزيا الى الريادة في عملية تداول الصكوك؛ - انطلاق أول صكوك تجارية وإدراج أول صندوق استثمار عقاري إسلامي في بورصة ماليزيا. (REID)
2014	- إطلاق برنامج للإستثمار المستدام والمسؤول (SRI) في إطار الصكوك من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية.
2015	- إصدار أول استثمار مستدام ومسؤول (SRI)، صكوك إحسان من قبل الخزينة الوطنية برهاد؛
2017	- إطلاق مخطط الإدارة الخامس للمحافظة الإسلامي وإدارة الثروات؛ (5 سنوات) - إصدار أول صكوك خضراء في العالم أو ما تعرف بالسندات الصديقة للبيئة.

المصدر: من اعداد الباحثة استنادا إلى:

- Malaysia International Islamic Finance Centre (MIFC), Future Finance Malaysia : An Islamic Finance Marketplace Expertise Innovation Deal Flow, Bank Negara, Malaysia, 2017, p22.

-نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالية سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001-2015، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، السنة الجامعية 2015/2016، ص 154.

المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الأوراق المالية الماليزية

يتمثل تطور أداء السوق في كل من عدد الشركات المدرجة وحجم التداول في السوق والقيمة السوقية وكل المؤشرات الدالة عن حالة السوق.

الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة، تطور القيمة السوقية وحجم التداول في البورصة الماليزية

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيمة (المدرجة) في بورصة الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق فزيادة عدد الشركات المسجلة بالسوق يدل على طلب التمويل من سوق الأوراق المالية وإقبال الجمهور على هذه السوق بسبب تنوع الشركات فيها، مما يؤدي الى زيادة حجم المعاملات وبالضرورة زيادة حجم السوق.

أولاً: عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية

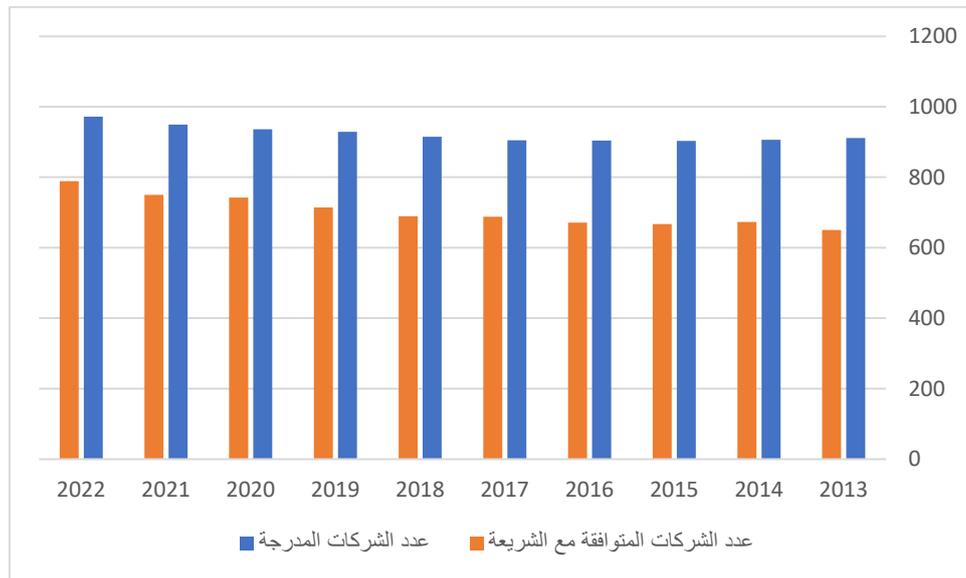
الجدول رقم (15): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	سنوات
972	949	936	929	915	905	904	903	906	911	عدد الشركات المدرجة
789	750	742	714	689	688	671	667	673	650	عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة
81,17	79,03	79,27	76,86	75,30	76,02	74,23	73,86	74,28	71,35	نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الى اجمالي السوق (%)

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**, 2014, P1.46
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics Activities**, 2016, P199
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**, 2019, P182
 Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics**, 2021, P151
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**, 2022, P176

الشكل رقم (28): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2013-2022)



من خلال الجدول أعلاه والشكل (28) نلاحظ ان عدد الشركات المدرجة في السوق في انخفاض مباشر من الفترة 2014-2017 مقارنة بعدد الشركات في سنة 2013 الذي قدر بـ 911 شركة، اما في سنة 2018 ابتدئ عدد الشركات المدرجة في الارتفاع حتى وصل إلى 972 شركة سنة 2022، في المقابل نلاحظ ان هناك تزايد في عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة المدرجة في السوق بداية من سنة 2016 حيث

وصلت عدد الشركات الى 671 شركة إلى غاية 2022 اين وصلت إلى 789 شركة أي ان نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الى العدد الاجمالي للشركات الذي انتقل بدوره من 74.23 سنة 2016 إلى 81.17 سنة 2022، ويرجع سبب ارتفاع عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة على مستوى سوق الأوراق المالية الماليزية الى ارتفاع مستوى التوعية بالنسبة للشركات الماليزية لممارسة أنشطة واعمال المتوافقة للشريعة الإسلامية بدلا من الأنشطة المخالفة للدين الإسلامي والمحرمه شرعا، ولقد أدى هذا بدوره الى ارتفاع الثقة لدى المتعاملين والمستثمرين الماليزيين للاستثمار فيها وكذا السمعة التي حظيت بها السوق الماليزية على المستوى العالمي في مجال الصناعة المالية الإسلامية.

ثانيا: تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية

الجدول رقم (16): القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	القيمة السوقية الاجمالية للسوق (مليار RM)	القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي الى القيمة السوقية الاجمالية (%)
2013	1702,15	60,49
2014	1651,17	61,30
2015	1694,78	64,09
2016	1667,37	61,81
2017	1907	59,46
2018	1700,37	60,94
2019	1711,84	64,06
2020	1817,29	68,15
2021	1789,2	67,31
2022	1736,21	65,58

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014, P146
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics Activities**, 2016, P199
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2019, P182
 Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics**,2021, P151
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2022, P176

يتضح من خلال الجدول رقم (16) مايلي:

أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي ظلت تمثل أكثر من 60 % من اجمالي القيمة السوقية خلال كل سنوات الدراسة، حيث قدرت بـ 1029,62 مليار رينجت في سنة 2013، بعدها انخفضت

بنسب ضئيلة بسبب تدني أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014، كما سجلت ارتفاعاً في القيمة إلى 1.086.18 مليار رينجت سنة 2015، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى مدى الوعي لدى الشركات والمستثمرين بالعامل في المعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، إلى أن تصل إلى 1.133.83 مليار رينجت وتسجل أعلى نسبة مقارنة بالسنوات الماضية، وتنخفض بعدها مباشرة إلى 1.096.62 مليار رينجت بسبب جائحة كورونا كوفيد، لتستعيد عافيتها مسجلة أعلى نسبة في سنة 2020 حيث بلغت 68.15% مقارنة بالسنوات الماضية من الدراسة وتظهر عدم تأثرها بالجائحة واستمرار نشاطها، إلا أنها لم تدم طويلاً لتنخفض بعدها القيمة السوقية الإجمالية لبورصة ماليزيا على التوالي 1789.2 و1736.21 مليار رينجت في عام 2021 و2022.

ثالثاً: حجم التداول

يقصد به قيمة الأسهم المتداولة أو القيمة الإجمالية للتداول، حيث يعكس حجم التداول مدى سيولة السوق وهو عبارة عن قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة. يبين الجدول التالي حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية.

الجدول رقم (17): تطور حجم التداول لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	قيمة التداول (مليون رينجت)	نسبة التغير (%)	حجم التداول (مليون وحدة)	نسبة التغير (%)
2013	2137	-	1567	-
2014	2162	1,17	2157	37,65
2015	2082	-3,70	2038	-5,52
2016	1968	-5,48	1763	-13,49
2017	2530	28,56	2639	49,69
2018	2574	1,74	2647	0,30
2019	2153	-16,36	2677	1,13
2020	4306	100,00	7483	179,53
2021	3661	-14,98	5850	-21,82
2022	2185	-40,32	3001	-48,70

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014, P146
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics Activities**, 2016, P199.
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2019, P182
 Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics**,2021, P151
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2022, P176

من خلال الجدول رقم (17) الذي يبين قيمة وحجم التداول خلال الفترة 2013-2022 يتضح مايلي:

من سنة 2013-2016 شهدت القيمة المتداولة تراجعاً قدر بـ 5.48% سنة 2016 مقارنة بسنة 2014 الذي قدرت نسبتها 1.17%؛ كما شهدت القيمة المتداولة ارتفاعاً سنة 2017 قدر بـ 2530 مليون رينجت أي بنسبة 28.56%، لتتخفض بعدها تزامناً مع جائحة كورونا كوفيد 2019 وتسجل نسبت 16.36-، أما سنة 2020 فشهد السوق تطوراً إلى أن وصل حجم التداول 7483 مليون وحدة في المقابل ارتفعت قيمة التداول بنسبة 100%، لتتخفض بعدها في السنتين 2021 و2022 في كل من قيمة التداول بنسبة 14.08- و 40.32- وحجم التداول بنسبة 21.82- و 48.70- على التوالي وهذا راجع إلى قيام البنك المركزي الماليزي برفع سعر الفائدة التشغيلية بمقدار 25 نقطة أساس ليصل إلى 2.75%، حيث كانت الزيادة الرابعة لسنة 2022، كذا رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة القياسي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 4.25% - 4.50%، وهي الزيادة السابعة لهذا العام.

رابعاً: مؤشرات أداء البورصة الماليزية

الجدول رقم (18): تطور مؤشرات أداء البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	FTSE bursa malaysia KLCI	نسبة التغير (%)	FTSE bursa malaysia EMAS	نسبة التغير (%)	FTSE bursa malaysia EMAS shariah	نسبة التغير (%)
2013	1.866,96	-	12853,63	-	13051,8	-
2014	1.761,25	-5,66	12066,28	-6,13	12507,54	-4,17
2015	1.692,51	-3,90	11793,65	-2,26	12800,65	2,34
2016	1.641,73	-3,00	11466,54	-2,77	12014,42	-6,14
2017	1.796,81	9,45	12942,57	12,87	13302,92	10,72
2018	1.690,58	-5,91	11527,51	-10,93	11504,43	-13,52
2019	1.588,76	-6,02	11323,49	-1,77	11947,92	3,85
2020	1.627,21	2,42	11761,93	3,87	13159,15	10,14
2021	1.567,53	-3,67	11308,79	-3,85	12263,10	-6,81
2022	1.495,49	-4,60	10701,55	-5,37	10938,55	-10,80

Source :

- Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014,P146
- Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics Activities**,2016,P199
- Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2019,P182
- Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics**,2021,P151
- Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2022,P176
- [FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index \(FTFBMS\) - Investing.com](https://www.investing.com/indices/ftse-bursa-malaysia-emas-shariah)

من خلال الجدول (18) نلاحظ أن:

فقد شهد مؤشر FTSE bursa malaysia KLCI انخفاضا خلال الفترة الممتدة من 2014-2016 حيث سجلت سنة 2014 نسبة -5.66% بعدما كان يقدر بـ 1866.96 نقطة سنة 2013 حيث وصل الى 1641.73 نقطة سنة 2016، كما شهد مؤشر FTSE bursa malaysia EMAS shariah بدوره انخفاض وصل الى -6.14% سنة 2016. ويرجع السبب في ذلك الى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال الربع الرابع من سنة 2014 واستمرارها حتى سنة 2015. نلاحظ أن مختلف مؤشرات أداء لسوق الأوراق المالية الماليزية شهدت تذبذب في نسبها حيث سجلت سنة 2017 ارتفاعا في كلا المؤشرات الثلاث، لينخفض بعدها مؤشر FTSE bursa malaysia KLCI في السنتين 2018 و2019 بنسبة -5.91% و-6.02% على التوالي، في المقابل يرتفع مؤشر FTSE bursa malaysia EMAS shariah بنسبة 10.14% سنة 2020. لتسجل كلا المؤشرات تراجعاً في السنتين 2021 و2022. وفي سنة 2022 قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة القياسي بمقدار 75 نقطة أساس إلى 1.50% - 1.75%، وهي الزيادة الثالثة لهذا العام وأعلى زيادة في سعر الفائدة منذ عام 1994، بالإضافة إلى تقلبات أسعار النفط العالمية والاحداث السياسية بين روسيا واكرانيا.

الفرع الثاني: سوق الصكوك الإسلامية الماليزية

عرف سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطه الريادي الملحوظ مقارنة مع باقي مصدرو الصكوك في العالم، وهذا ما تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان، سواء للمحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، ودورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد في نشاط إصدارها وتداولها مقارنة بالسندات التقليدية.

الجدول رقم (19): تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

السنوات	قيمة التداول الصكوك (مليون الرينجات)	قيمة التداول السندات	نسبة قيمة التداول الصكوك من قيمة التداول السندات (%)
2013	99.129	148.074	66.95
2014	76.07	138.146	55.06
2015	48.33	118.50	40.80
2016	63.73	140.99	45.20
2017	94.15	187.91	50.11
2018	50.97	89.87	56.72

77.09	132.82	102.39	2019
73.61	91.40	76.98	2020
79.98	114.28	91.40	2021
81.66	153.32	125.20	2022

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014, P136.
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics**,2016, P200
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2019, P 183
 Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics**,2021, P151
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2022, P176

نلاحظ من خلال الجدول (19) مايلي:

شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً ورواجاً واسعاً منذ إنطلاقه، إذ تحتل ماليزيا صدارة إصدار الصكوك الإسلامية في العالم بنسبة 54.46%، بحيث تعتبر السوق المالية الإسلامية الماليزية من الأسواق الثرية بالأوراق المالية الإسلامية، ما جعلها تحقق أرقاماً عالية في مجال إصدار الصكوك وتداولها، كما يظهر في الجدول رقم (19) ان في سنة 2013 سجل قيمة التداول الصكوك 99.129 مليون رينجت، وترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على مخططات تطوير مشاريع البنية التحتية اعتماداً على الصكوك الإسلامية كمصدر للتمويل طويل الأجل، كما استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع الاستثمارية وجذب الاستثمارات الأجنبية لتنشيط السوق المالية الدولية وهو ما أدى إلى زيادة الطلب والعرض على الصكوك الماليزية محلياً ودولياً. وسجل انخفاض حجم الإصدار خلال الفترة من 2014 إلى غاية 2016 وذلك يعود إلى انخفاض قيمة العملة وتذبذب في أسعار النفط خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى صدور قرار من البنك المركزي الماليزي يقتضي تخفيض إصدار الصكوك، ليستعيد قطاع التصكيك عافيته فيما بعد خلال الفترة 2017-2019 بسبب تنويع إصدارات الصكوك من حيث الصيغ وبالأخص الرواج الذي لقيته صكوك المراجعة بسبب انخفاض مخاطر الاستثمار بها. أخيراً يظهر انخفاض في حجم الصكوك الإسلامية لعام 2020 بسبب الوضع الذي حل في فترة كورونا كوفيد 19، ناهيك عن أزمة السيولة العالمية التي تزامنت مع انتهاء أجل المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال Masterplan 2 والذي على إثر انتهائه تم رفع الإعفاءات الضريبية عن عملية التصكيك. وبدأت في الارتفاع تدريجياً خلال السنتين 2021 و2022 محققة قيمة 91.40 مليون رينجت و125.20 مليون رينجت على التوالي، وتشير هذه التطورات إلى زيادة قبول الصكوك كأداة يمكن تطبيقها لجمع التمويلات من قبل مختلف المصدرين بما في ذلك الهيئات السيادية والمؤسسات والشركات.

الفرع الثالث: تطور أصول الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية

نستعرض نتائج تطور صناديق الاستثمارية الإسلامية الى اجمالي الصناديق الاستثمارية فيما يلي:

أولاً: تطور عدد الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة

2022-2013

الجدول رقم (20): تطور عدد الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية

خلال الفترة (2022-2013)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	عدد الصناديق/سنوات
473	467	456	449	426	431	429	419	424	417	التقليدية
286	273	240	236	224	213	198	193	188	178	الإسلامية
759	740	696	685	650	644	627	612	612	595	المجموع
37.68	36.89	34.48	34.45	34.46	33.07	31.58	31.54	30.72	29.92	نسبة الصناديق المتوافقة مع الشرعية الى اجمالي الصناديق (%)

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics,2014**, P146

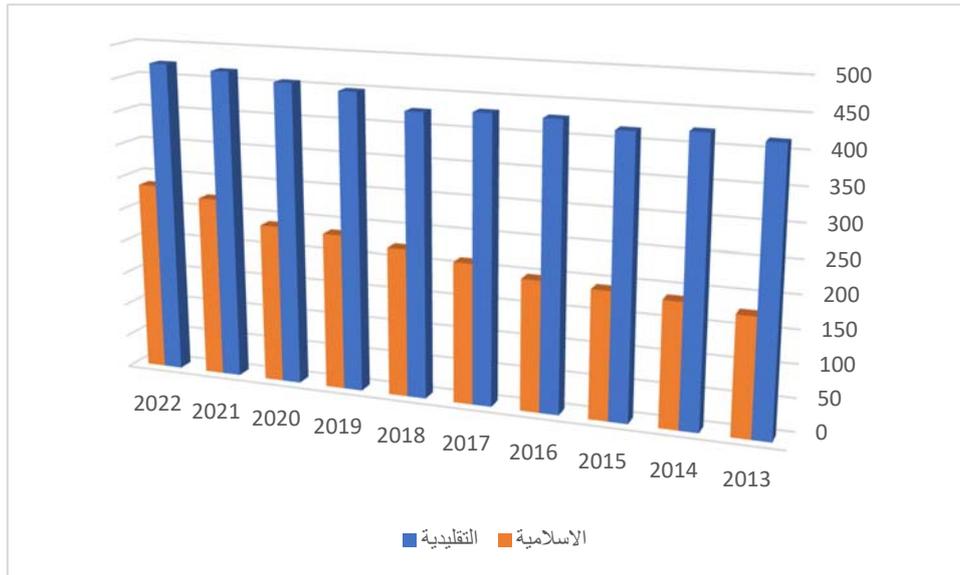
Securities commission Malaysia, **Annual Report part 5, Statements & statistics,2016**, P201

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics,2019**, P184

Securities commission Malaysia, **Annual Report, Statements & statistics,2021**, P152

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics,2022**, P177

الشكل رقم (29): عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2022-2013)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (20)

من خلال الجدول رقم (20) والشكل رقم (29) تبيننا لنا هناك نمو مستمر ومتسارع في عدد صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالي الماليزي حيث وصلت الى 286 صندوق سنة 2022 بعدما بلغ عددها 178 صندوق إسلامي سنة 2013 أي زيادة بنسبة 60.67% خلال 10 سنوات.

ثانيا: تطور أصول صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية

الجدول رقم (21): تطور أصول صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2022-2013)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	سنوات
380,55	398,55	391	374,77	342,73	349,2	297,56	294,46	296.36	292.69	صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار التقليدية (مليار RM)
107.39	128.34	128.53	107.32	83.45	77.78	60.91	52.12	46.66	42.82	صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار الإسلامية (مليار RM)
487.94	526.89	519.53	482.09	426.18	426.98	358.47	346.58	343.02	335.51	مجموع القيمة الصافية
28.10	29.45	28.59	28.16	25.06	22.39	21.50	20.45	20.8	19.7	نسبة القيمة الصافية للصناديق من القيمة السوقية للبورصة (%)

Source :

Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014, P146
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2016, P201
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2018, P 166
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2019, P184
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2020, P159
 Securities commission Malaysia, **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2022, P177

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار الإسلامية شهدت تطورا، وسجلت قيمة متزايدة خلال فترة الدراسة وبلغت أعلى قيمة قدرت بـ 128.53 مليار رينجت سنة 2020 مقارنة بقيمة صافي موجودات أصول صناديق الاستثمار الإسلامية سنة 2013 قد بلغت 42.82 مليار رينجت. أما إذا تم مقارنة صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية نلاحظ أن أكبر نسبة تعود الى الصناديق التقليدية حيث وصلت قيمتها الى 398.55 مليار RM سنة 2021 من إجمالي الصناديق المتداولة في السوق المالي الماليزي.

وأخيرا عند مقارنة القيمة الصافية للصناديق مع القيمة السوقية للبورصة الماليزية نجد أن هناك نمو وتطور حيث وصلت الى أعلى نسبة سنة 2021 بـ 29.45%.

ومن أهم أسباب تزايد عدد صناديق الاستثمار الإسلامية وقيمتها الى:

- إصدار التراخيص التي تمنحها هيئة الأوراق المالية الماليزية لسماح الأجانب بدخول الى السوق الماليزية لإدارة صناديق الاستثمار وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

- تزايد الوعي الاستثماري الإسلامي لدى الماليزيين وأيضا زيادة الوعي لدى الشركات من اجل التعامل بالمعاملات الإسلامية أدى بدوره الى ارتفاع صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الثالث: دراسة تحليلية لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2013-2022)

سوف يتم التطرق في هذا الجزء من الدراسة لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالي الماليزي والتابعة لبنوك إسلامية ناشطة في القطاع المصرفي الماليزي، بالاعتماد على كل من مؤشر شارب ومؤشر ترينور لتقييم أداء محافظ استثمارية من بين العديد من مؤشرات قياس الأداء التي تطرقنا اليها سابقا.

الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في البورصة الماليزية.

سوف نعرض من خلال هذا الفرع معدلات الأداء المختلفة لمحافظ الاستثمارية تابعة لبنوك ومؤسسات مالية إسلامية محل الدراسة ومتداولة في سوق الأوراق المالي الماليزي (KLCI) خلال الفترة 2013-2022.

الجدول رقم (22): تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في البورصة الماليزية خلال فترة (2013-2022)

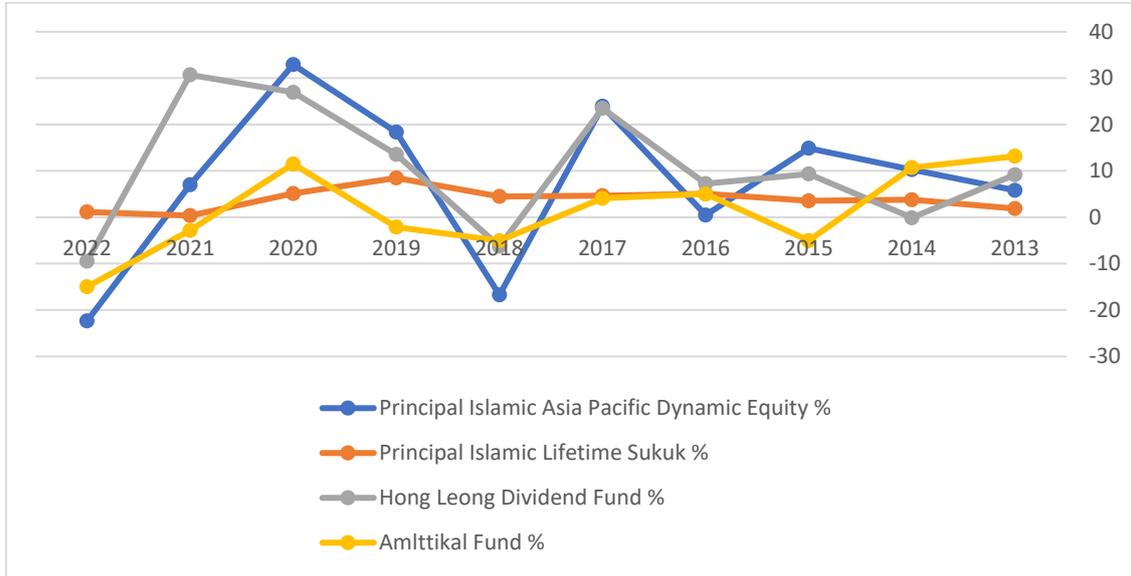
السنوات	Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity %	Principal Islamic Lifetime Sukuk %	Hong Leong Dividend Fund %	Amlttikal Fund %
2013	5,79	1,85	9,17	13,15
2014	10,25	3,77	-0,13	10,71
2015	14,87	3,53	9,32	-5,04
2016	0,47	5,04	7,22	5,01
2017	23,93	4,65	23,47	4,07
2018	-16,76	4,47	-6,27	-5,08
2019	18,35	8,48	13,52	-2,14
2020	32,91	5,11	26,93	11,48
2021	6,98	0,36	30,73	-2,84
2022	-22,36	1,13	-9,51	-15,02

Source :

- Annual Report, Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity, 2023.
- Annual Report, Principal Islamic Lifetime Sukuk , november 2023.
- Annual Report, Hong Leong Dividend Fund, 2023.

- Annual Report, Amlttikal Fund, august 2023.

الشكل رقم (30): تطور معدل أداء عينة من محافظ مدرجة في البورصة الماليزية (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على جدول رقم (22).

يظهر في الشكل رقم (30) انخفاض مستمر في معدل عائد في جميع المحافظ خلال سنة 2018 إذ حقق مستويات جد منخفضة وخسارة على عائد المحفظة نتيجة تأثره بأزمة انخفاض اسعار النفط 2015 ومخلفات أزمة الديون السيادية لليونان الى غاية 2017، ليتحسن أدائها سنة 2019 ويحقق معدل عائد مقبول استمر الى سنة 2020 وفي نهاية الفترة بعد ظهور جائحة كورونا انخفض العائد مباشرة الى غاية سنة 2022 جراء تأثر المحافظ بجائحة كورونا.

الفرع الثاني: تحليل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية.
تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة بارزة في الاقتصاد الماليزي، باعتبارها أداة مهمة في السوق الماليزي لاعتمادها على الحلول الشرعية في اتخاذ وتطبيق قراراتها، واستطاعت تحقيق معدلات نمو جيدة، وسيتم التطرق الى تقييم أداء سوق الأوراق المالي وعينة من محافظ استثمارية خلال الفترة (2013-2022) باستخدام المؤشرات المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور) وعليه كانت حصيلة النتائج المتوصل اليها كما يلي:

الجدول رقم (23): نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الاوراق المالي الماليزي (البورصة الماليزية

(KLCI*)

بيانات السوق				
R _f : عائد اذون الخزانة	\bar{R}_m : العائد	δ_m : الانحراف المعياري	Var: تباين	sharp _m : شارب
% 2.28	% -1.30	%5.98	0.0035	-0.64

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (02)

اولا: تطبيق مؤشر شارب للبورصة الماليزية KLCI

سوف نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق، اضافة الى معدل العائد على اذون الخزانة، بعدها يتم التطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من محافظ استثمارية إسلامية.

1- حساب قيمة مؤشر شارب

- \bar{R}_m : المتوسط السنوي لعوائد البورصة الماليزية بلغت -1.03%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.28%

- δ_m : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 5.98%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر على شارب على البورصة الماليزية الا خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_m - R_f}{\delta_m} = \frac{-1.03 - 2.28}{5.98} = -0.64$$

تحليل النتائج:

نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب للسوق الماليزي KLCI ان السوق حقق عائد سلبي عن كل وحدة مخاطرة كلية قدرت بـ 0.64- وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية سوق الماليزي المرجحة بالمخاطر الكلية الى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق.

* KLCI : Kuala Lumpur Composite Index

ثانياً: نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة: بعدما قمنا بحساب مؤشر شارب للسوق، إضافة إلى معدل العائد على اذون الخزينة، سوف نتطرق إلى حساب مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق استثمارية الإسلامية التابعة لبنوك إسلامية وناشطة في السوق الماليزية.

الجدول رقم (24): يبين نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار للبورصة الماليزية.

AMLTIKAL FUND	Hong Leong Dividend Fund	Principal Islamic Lifetime Sukuk	Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity	المؤشر
% 8.54	% 12.90	% 2.22	% 16.21	الانحراف المعياري δ
-0.16	0.59	0.46	0.28	مؤشر شارب sharp

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم (2-1) والملحق رقم (2-2).

1- حساب مؤشر شارب لمحفظه Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 7.44 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.28 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 16.21 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للمحفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{7.44 - 2.28}{16.21} = 0.28$$

تحليل النتائج:

ان العائد الاضافي الذي حققته محفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.28 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في محفظة على معدلات المخاطرة في السوق المالي الماليزي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.28 أكبر من معدل شارب السوق المالي الماليزي - 0.64 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.92 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة، وان متوسط العائد على محفظة 7.44 أكبر من متوسط العائد على السوق (-1.30). وارتفاع عائد محفظة على عائد السوق نتيجة استثمارات محفظة.

ب- حساب مؤشر شارب لمحفظة Principal Islamic Life time Sukuk

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 3.83 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.28 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 2.22 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{3.83 - 2.28}{2.22} = 0.46$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققته محفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.46 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في محفظة على معدلات المخاطرة في السوق المالي الماليزي ، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.46 اكبر من معدل شارب للسوق المالي الماليزي -0.64 بحيث هناك فارق يقدر بـ 1.1 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة، وان متوسط العائد على محفظة 3.83 اكبر من متوسط العائد على السوق (-1.30) ويرجع ارتفاع عائد محفظة على عائد السوق إلى استراتيجية الاستثمار الخاصة بمحفظة.

ج- حساب مؤشر شارب لمحفظة Hong Leong Dividend Fund

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 10.45 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.28 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 12.90 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{10.45 - 2.28}{12.90} = 0.59$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققته محفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.59 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في محفظة على معدلات المخاطرة في سوق الأوراق المالية الماليزي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.59 أكبر من معدل شارب للسوق المالي الماليزي -

0.64 بحيث هناك فارق يقدر بـ 1.23 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح محفظة، وان متوسط العائد على محفظة (10.45) أكبر من متوسط العائد على السوق (-1.30) وارتفاع عائد محفظة على عائد السوق نتيجة استثمارات محفظة.

د - حساب مؤشر شارب لمحفظة AMLTTIKAL FUND

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 1.43%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.28%

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 8.54%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على

النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{1.43 - 2.28}{8.54} = -0.16$$

تحليل النتائج:

العائد السلبي الذي حققته محفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.16 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في محفظة على معدلات المخاطرة في السوق المالي الماليزي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة -0.16 أكبر من معدل شارب للسوق المالي الماليزي - 0.64 بحيث هناك فارق يقدر بـ -0.48 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح للمحفظة، وان متوسط العائد على محفظة (1.43) أكبر من متوسط العائد على السوق (-1.30).

ثالثاً: نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدما قمنا بحساب مؤشر شارب لكل صندوق من الصناديق الاستثمارية محل الدراسة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر ترينور على عينة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية الناشطة في السوق.

الجدول رقم (25) يبين نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار للبورصة الماليزية.

Amlttikal fund	Hong Leong Dividend Fund	Principal Islamic Lifetime Sukuk	Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity	المؤشر
0.8	0.89	-0.052	1.09	بيتا β
%-1.71	%8.52	% -20	% 4.23	مؤشر ترينور T

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (2-1) والملحق رقم (2-2).

أ- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظه Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظه يقدر بـ 7.44 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 2.28 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظه يقدر بـ 1.09 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{7.44 - 2.28}{1.09} = 4.23$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاعت المحفظه تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 4.23 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا محفظه خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta > 1$ أي $\beta = 1.09$ هذا يعني ان مخاطر محفظه أكبر من مخاطر السوق، ، فرغم ارتفاع معامل قيمة المخاطرة المنتظمة للمحفظه إلا أن متوسط العائد السنوي المرتفع خلال فترة الدراسة 7.44 % ومع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند 2.28 %، قد أدى الى انخفاض العائد على محفظه من 7.44 % الى 4.23 % في ظل المخاطر المنتظمة الذي تعرض لها محفظه. ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنويع الكامل للمحفظه وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة.

ب- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظه Principal Islamic Life time Sukuk

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظه يقدر بـ 3.83 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 2.28 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظه يقدر بـ -0.05 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{3.83 - 2.28}{-0.05} = -20$$

التحليل:

أي أن العائد السلبي الذي وصلت إليه نتائج المحفظه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -20 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع خسائر هذه النوعية خلال فترة الدراسة، حيث بلغت المخاطرة المنتظمة المتمثلة في معامل بيتا إلى $\beta < 1$ أي $\beta = -0.05$ هذا يعني ان مخاطر السوق أكبر من مخاطر المحفظه، مما أدى الى انخفاض العائد على محفظه من 3.83 % الى -20 % في ظل المخاطر المنتظمة.

ج - حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة Hong Leong Dividend Fund

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 10.45 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 2.28 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.89 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{10.45 - 2.28}{0.89} = 8.52$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 8.52 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا محفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.89$ هذا يعني ان مخاطر محفظة اقل من مخاطر السوق، مما أدى الى انخفاض العائد على محفظة من 10.45% الى 8.52% في ظل المخاطر المنتظمة.

د - حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة AMLTTIKAL FUND

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 1.43 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 2.28 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.8 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{1.43 - 2.28}{0.8} = -1.71$$

التحليل:

أي ان العائد السلبي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -1.71 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا محفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.8$ هذا يعني ان مخاطر السوق اكبر من مخاطر المحفظة، مما أدى الى انخفاض العائد على محفظة من 1.43% الى -1.71% في ظل المخاطر المنتظمة.

المبحث الثالث: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية لسوق الإمارات للأوراق المالية

يعرف سوق الإمارات للأوراق المالية على انه يتكون من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة دبي للذهب والسلع، كونه ثاني أكبر سوق مالي في منطقة الخليج من حيث القيمة السوقية وحجم التداولات بعد السوق السعودي وهو الأمر الذي سوف يعزز من القدرات التنافسية للسوقين على الصعيدين الإقليمي والعالمي.

المطلب الأول: واقع سوق ابوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي¹

سنتطرق في هذا المطلب الى نشأة كل من سوق ابوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي بالإضافة الى مزايا وأهم الإنجازات التي حققها كل سوق منذ انطلاقتها، كما سنتعرف كذلك على بورصة دبي للذهب والسلع.

الفرع الأول: سوق ابوظبي للأوراق المالية * (ADX)

تأسس سوق أبوظبي للأوراق المالية بتاريخ 15 نوفمبر 2000، بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وتم إدراج 12 شركة مساهمة وحاليا يتعامل فيه أكثر من 80 شركة مدرجة أغلبهم مؤسسات تأمين وبنوك وشركات صناعية، وبموجب هذا القانون تجعل أحكامه من السوق كياناً قانونياً يتمتع بالاستقلال المالي والإداري ويمنح السوق السلطة الإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظائفه ومهامه.

وعلاوة على ذلك، يملك سوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبوظبي ولقد قام السوق حتى الآن بذلك في مدن العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد.

يتألف مجلس إدارة سوق أبوظبي للأوراق المالية من سبعة أعضاء تم تعيينهم بموجب مرسوم أميري. يشغل أعضاء مجلس الإدارة مناصبهم لمدة ثلاث سنوات. وقد تم تشكيل مجلس الإدارة الأول بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

¹ انظر الى:

- الموقع الرسمي لسوق ابوظبي للوراق المالية، <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx> ، تاريخ الاطلاع 2023/12/29.

- نعاس نجاة مريم، استراتيجية التنويع الاستثماري، أطروحة الدكتوراه، ص139.

* ADX : Abu Dhabi Securities Exchange.

الوظائف الرئيسية للسوق:

- إتاحة فرص استثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد الوطني.
- ضمان سلامة ودقة المعاملات وضمن التفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار.
- حماية المستثمرين من خلال تعيين مبادئ تعامل عادلة ومناسبة بين المستثمرين.
- فرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية لأجل ضمان صحة وسلامة الإجراءات.
- زيادة الوعي بالاستثمار من خلال إجراء الدراسات ليس من واجب السوق إصدار التوصيات) لأجل ضمان استثمار المدخرات في قطاعات مثمرة.
- ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي وتطوير طرق تجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق.

في 17 مارس 2020، تم تحويل سوق أبوظبي للأوراق المالية من مؤسسة عامة إلى شركة مساهمة عامة استناداً للقانون (8) من عام 2020. سوق أبوظبي للأوراق المالية تابع لـ "القبضة (ADQ)"، إحدى أكبر الشركات القابضة على مستوى المنطقة والتي تمتلك محفظة واسعة من الشركات الكبرى العاملة في قطاعات رئيسية ضمن اقتصاد إمارة أبوظبي المتنوع.

سوق أبوظبي للأوراق المالية هو سوق لتداول الأوراق المالية. بما في ذلك الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات والصناديق المتداولة في البورصة وأي أدوات مالية أخرى معتمدة من هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية.

يعتبر سوق أبوظبي للأوراق المالية ثاني أكبر سوق في المنطقة العربية واستراتيجيته في توفير أداء مالي مستقر مع مصادر متنوعة للدخل تتماشى مع المبادئ التوجيهية لأجندة الإمارات العربية المتحدة "الاستعداد للخمسين". ترسم الخطة الوطنية مخطط التنمية الاستراتيجية لدولة الإمارات العربية المتحدة والتي تهدف إلى بناء اقتصاد حيوي، مستدام، ومتنوع يساهم بشكل إيجابي في الانتقال إلى نموذج عالمي جديد للتنمية المستدامة.

من أهم إنجازات سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال سنوات من العمل تحقيق مجموعة من الإنجازات يمكن تلخيصها في التالي:

- رفع تصنيف إدارة الإبداع والتسوية في تقييم المخاطر من خلال عدة مبادرات جعلت شركة Thomas Murray ترفع درجة السوق من BBB إلى A والذي من شأنه أن يعزز ثقة المؤسسات المستثمرة.
- الحصول على شهادة الإيزو لأمن المعلومات 27001 ليكون أول سوق مالي يحصل على هذه الشهادة في الشرق الأوسط.
- تعديل التسوية مقابل الدفع حتى يتم رفض الصفقات المنفذة دون الحصول على تأكيد الأوامر البيع والشراء من قبل المستثمرين.
- اعتماد سوق الصفقات الكبرى من أجل تأمين المزيد من الشفافية من خلال عرض الصفقات المنجزة على شاشة عرض الأسعار خاصة بها، إلا أن أسعارها لا يؤثر على سعر إغلاق الورقة المالية المعنية أو مؤشر الأسعار.
- التوقيع على مذكرة تفاهم مع صندوق الزكاة من أجل تفعيل خدمة الزكاة السهمي المطروحة على الموقع الإلكتروني محافظة الزكاة الإماراتي، وهذا وضع ايقونة خاصة في موقع السوق الإلكتروني خاص بهذه الخدمة حتى يتم تسهيل عملية تحصيل أموال الزكاة على طريق القنوات الإلكترونية في السوق.

الفرع الثاني: سوق دبي المالي * (DFM)

تعتبر التطورات الاقتصادية التي شهدتها دولة الإمارات العربية وخصوصاً إمارة دبي خلال الفترة (2005-2010) في غاية الأهمية، ومرحلة مهمة في مجمل مسيرة التنمية في دولة الامارات. ومن أبرز التطورات التي حصلت كانت في أسواق راس المال خاصة سوق دبي المالي (DFM) فهو السوق المالي الرائد على مستوى المنطقة العربية، والذي يعمل بوصفه سوقاً مزدهراً ومؤثراً ومتعدد المنصات لزيادة رأس المال والإدراج والتداول عبر مجموعة من الأوراق المالية وفتحات الأصول، فهو مُلتقى الشرق بالغرب والوجهة العالمية للأفراد والشركات الساعين إلى تسريع وتيرة نمو ثرواتهم وأعمالهم².

* DFM : Dubai Financial Market

² انظر الى:

- قلمين محمد هشام، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية دراسة التجربة الاماراتية واسقاطها على الجزائر، مجلة ابن خلدون للإبداع والتنمية، المجلد 01، العدد 02، 2019، ص 89-91.
- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي <https://www.dfm.ae/ar/discover-dfm/why-dfm>

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية من طرف وزارة الاقتصاد والتجارة عن طريق المقرر رقم 14 لعام 2000م، وقد بدأ عملياته في 26 مارس 2000م، وهو عبارة عن سوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الحكومية المصدرة من طرف أي من الجهات المحلية والمؤسسات العامة في البلاد، وتداول وحدات صناديق الاستثمار آوية أدوات مالية محلية أو أجنبية. ومن خلال مرسوم المجلس التنفيذي الصادر في 27 ديسمبر 2005م، فإن سوق دبي يصبح شركات مساهمة عامة مع رأسمال مدفوع 8 مليار درهم بأكثر من 8 مليار سهم بقيمة اسمية يقدر ب 1.6 درهم للسهم الواحد، تعرض 20% منها للاكتتاب العام الأول من نوعه في المنطقة وقد ولد أكثر من 201 مليار درهم، وفي يوم 7 مارس 2007، تم ادراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM). وبلغ عدد الشركات المدرجة فيه الى أكثر من 60 شركة يتم تداول أسهمها في البورصة بشكل رسمي إلى جانب عدة أدوات دين وصناديق استثمارية.

يعتبر سوق دبي المالي أولى الاسواق المالية التي تقوم بدمج العمليات حيث تم دمج مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حقيقيه في اسواق راس المال، وتلك العملية سهلت على المستثمرين الوصول من المنطقة الى الاسهم المدرجة في ناسداك دبي، وبرغم من ذلك حافظت كل مؤسسه على العمل في جهتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

اهم انجازات ومزايا سوق دبي المالي:³

- استقطب سوق دبي المالي خلال النصف الاول من العام الحالي 2022 نحو 70.432 مستثمرا جديدا مقارنة بالعام الماضي 2021.
- إجمالي عدد المستثمرين في سوق دبي المالي في نهاية العام 2022 ارتفع الى 921.1550 مستثمر من 212 جنسيه بزيادة قدرها 38 ضعف العام الماضي.
- يشكل المستثمرين الاجانب حوالي 72% من المستثمرين الجدد.
- ارتفعت قيمة الاوراق المالية الى 527 مليار درهم سنة 2022 بزيادة نسبتها 28,2% مقارنة بالسنة السابقة 2021 والتي كانت تبلغ 411 مليار درهم.

³ موقع مريح morbeh، <https://morbeh.net/dubai-financial-market>، تاريخ الاطلاع: 2024/01/02.

- بلغت نسبة ملكية سوق دبي المالي 19,8% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق
بنهاية يونيو 2022.

- حافظ سوق دبي المالي على جاذبيته للمستثمرين الاجانب حيث استحوذ على 47% من قيمة تداولاته
خلال النصف الاول بصافي مشتريات 2.6مليار درهم.

- اعلنت الشركة انه بنهاية نصف العام 2022 عن ارتفاع نسبة ارباحها بنسبة 63%.

- وصلت ايرادات الشركة الى 163.8مليون درهم خلال النصف الاول من سنة 2022.

الفرع الثالث: بورصة دبي للذهب والسلع (GJF [)*

تأسست بورصة دبي للذهب والسلع عام 2005 وهي اليوم البورصة الرائدة في مجال تداول المشتقات
السلعية في منطقة الشرق الأوسط.

كما تعمل هذه البورصة من خلال منصة إلكترونية لتداول العملات والمشتقات بقاعدة تحوي 267
عضواً من مختلف أنحاء العالم، ويتيح موقع دبي الاستراتيجي بين الشرق الأقصى وأوروبا في جذب المستثمرين
الدوليين، حيث يسمح للبورصة بتقديم ساعات تداول موسعة للتجار العالميين، ودمج التجارة الإقليمية
والدولية، تتميز البورصة بأنها تتعامل بالمعادن، والعملات، والنفط، والغاز، والأسهم.

المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الامارات (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)

شهدت بورصة دبي وأبوظبي تطوراً ملحوظاً خلال فترة الدراسة (2013-2022) من خلال زيادة
عدد الشركات المدرجة، حجم التداولات في السوق، القيمة السوقية والمؤشر العام وسيتم التفصيل أكثر في
العناصر القادمة.

* DGCC : Dubai Gold and Commodities Exchange .

الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة وتطور القيمة السوقية لبورصة الامارات (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)

يستخدم مؤشر عدد الشركات المدرجة للدلالة على حجم السوق، ومدى تطور القيمة السوقية لبورصة الامارات.

أولاً: عدد الشركات المدرجة في بورصة الامارات (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)

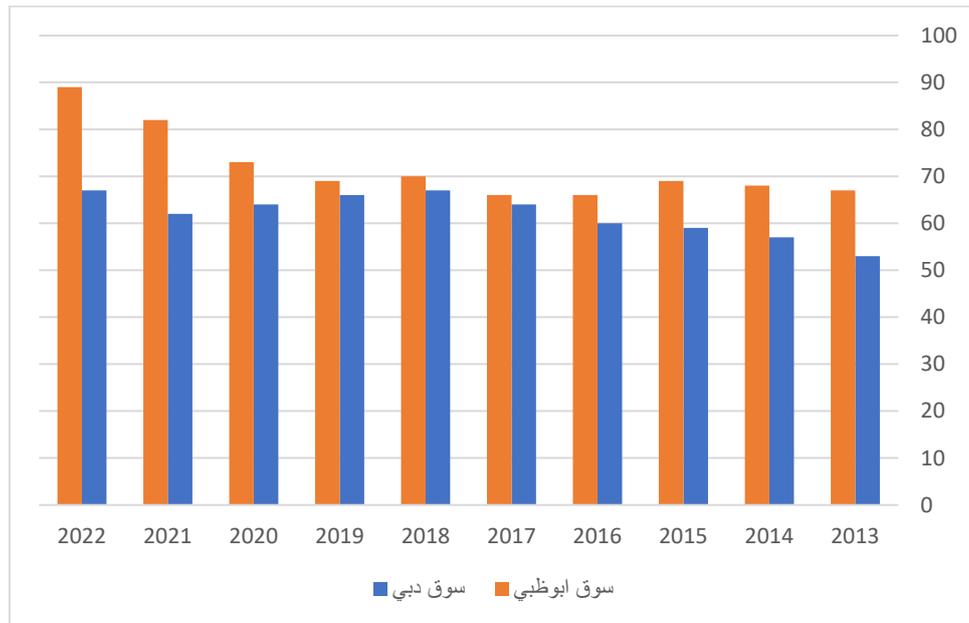
الجدول رقم (26): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الامارات خلال الفترة (2013-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	سنوات
67	62	64	66	67	64	60	59	57	53	عدد الشركات المدرجة في سوق دبي
89	82	73	69	70	66	66	69	68	67	عدد الشركات المدرجة في سوق ابوظبي
156	144	137	135	137	130	126	128	125	120	اجمالي عدد الشركات المدرجة في سوق الامارات

Source :

Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates, 2013, P4
Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2015, p8
Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2018, p8
Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2022, p8

الشكل رقم (31): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الاماراتي خلال الفترة (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (26).

اتضح من خلال الجدول والشكل أعلاه ان عدد الشركات المدرجة في سوق دبي في تزايد مستمر من سنة 2013 الى غاية 2018، اما في سنة 2019 انخفض قليلا بسبب جائحة كورونا ثم ارتفع بعدها حتى سنة 2022 حيث بلغ 67 شركة، ونفس الحالة بالنسبة لسوق ابوظبي حيث استمر في الارتفاع الى غاية 2018 وفي سنة 2019 انخفض بشركة واحدة وارتفع بعدها مباشرة من فترة 2020-2022 ليصل عددها الى 89 شركة.

ثانيا: تطور القيمة السوقية لسوق الأوراق المالي الاماراتي (سوق دبي وأبوظبي)

يوضح لنا الشكل التالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالي الاماراتي بوحدة (مليار درهم) لكلا السوقين، سوق ابوظبي للأوراق المالية وسوق دبي.

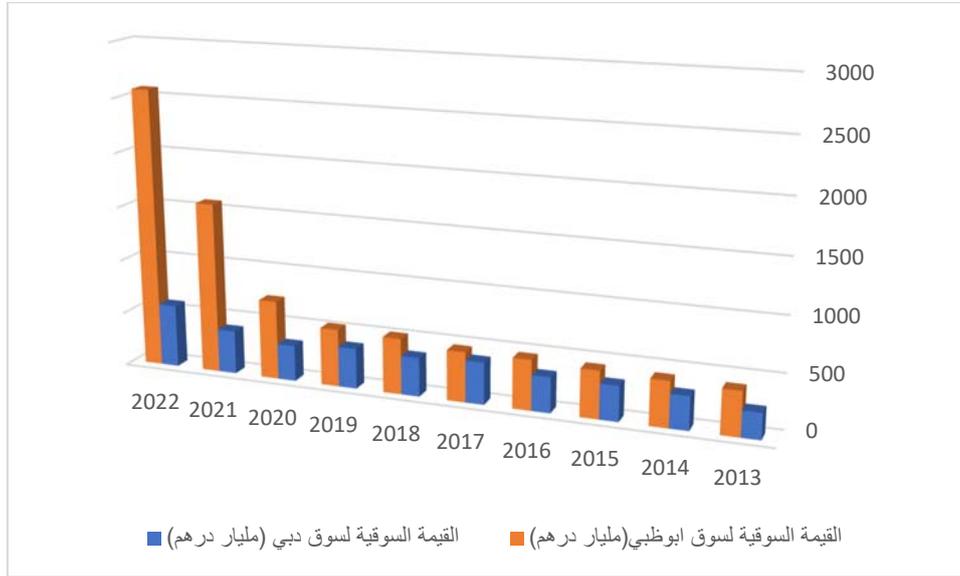
الجدول رقم (27): القيمة السوقية لسوق الأوراق المالي الاماراتي (سوق دبي وأبوظبي) خلال الفترة 2022-2013

السنوات	القيمة السوقية لسوق دبي (مليار درهم)	القيمة السوقية لسوق ابوظبي (مليار درهم)	اجمالي القيمة السوقية لسوق الامارات
2013	239.3	407.0	646.3
2014	307.6	420.7	728.4
2015	323.3	436.9	760.2
2016	325.8	461.1	786.9
2017	386.2	460.9	847.1
2018	354.6	512.3	866.9
2019	371.3	528.6	899.9
2020	328.7	725.7	1054.4
2021	399.2	1572.0	1971.2
2022	577.2	2574.1	3151.3

Source :

Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates, 2013-2014, P4
 Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates, 2015, P18
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2015, p8
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2018, p8
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2022, p8

الشكل رقم (32): تطور القيمة السوقية لسوق الإمارات للأوراق المالية سنويا بالدرهم خلال الفترة (2013-2022)



يتضح من خلال الجدول رقم (27) والشكل رقم (32) مايلي:

تعتبر أسواق الإمارات ثاني أكبر سوق في القيمة السوقية بعد السعودية، حيث يتضح ان القيمة السوقية في سوق دبي مستقرة نوعا ما على طول فترة الدراسة 2013-2021 حتى سنة 2022 ارتفعت بنسبة 44.58%، وفيما يخص سوق ابوظبي فهناك ارتفاع ملحوظ في القيمة السوقية مع مرور سنوات الدراسة حتى سنين 2021-2022 اذ ارتفعت بوتيرة متسارعة وبلغت 1572 في سنة 2021 و2574 سنة 2022 أي زيادة بنسبة 63.74% .

الفرع الثاني: حجم التداول لسوق الأوراق المالي الاماراتي (سوق دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية)

يقصد به قيمة الأسهم المتداولة أو القيمة المتداولة، حيث يعكس حجم التداول مدى سيولة السوق وهو عبارة عن قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ويبين الجدول التالي حجم التداول في سوق الامارات للأوراق المالية (سوق دبي وأبوظبي).

الجدول رقم (28): تطور حجم التداول سوق الامارات للأوراق المالية (سوق دبي وأبوظبي) خلال الفترة 2013-2022

سوق ابوظبي		سوق دبي		السنوات
نسبة التغير (%)	(مليار قيمة التداول درهم)	(%) نسبة التغير	قيمة التداول (مليار درهم)	
-	84.63	-	159.87	2013
71	144.45	139	381.50	2014
-60	58.035	-60	151.38	2015
-22	45.3	-12	133.2	2016
-16	38.2	-14	114.7	2017
-28	27.5	-49	59	2018
63	44.7	-13	51.5	2019
46	65.4	26	65.1	2020
423	342.2	8	70.4	2021
11	380.3	27	89.6	2022

المصدر:

- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي، أداء سوق الامارات للأوراق المالية والسلع وملخص عن إنجازات الهيئة، 2013، ص 9.

source:

- Securities & Commodities Authority, **Annual Report**, United Arab Emirates, 2013-2014,P9
- Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates, 2015,P24
- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2015,p8.
- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2018, p8
- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2022, p8

من خلال الجدول رقم (28) والذي يبين قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 2013-2022 يتضح مايلي:
شهد سوقا الامارات (دبي و ابوظبي) ارتفاعا في قيمة التداول خلال سنة 2014 بنسبة 139% و71% على التوالي اما في الفترة الممتدة بين 2015-2018 سجل كلا السوقين تراجع في قيمة التداول تزامنا مع انخفاض أسعار النفط إضافة الى الأزمة السياسية العربية التي شهدتها المنطقة، الا انه في سنتي 2019 و2020 شهد السوقين دبي و ابوظبي على الترتيب ارتفاعا ملحوظا في قيمة التداول حتى سنة 2022، حيث حقق سوق ابوظبي سنة 2021 اعلى نسبة ارتفاع في قيمة التداول على المستوى العالمي بلغت 423%

وذلك لعدة عوامل على رأسها صمود اقتصاد الإمارات أمام تداعيات كورونا، والصعود القوي لأسعار النفط العالمية، بالإضافة إلى الحراك القوي الذي شهدته أسواق الإمارات بشكل عام، فضلاً عن زيادة ساعات التداول إلى 5 ما أسهم في زيادة قيم وأحجام التداولات، وارتفع القيمة الإجمالية للتداولات عام 2022 بنسبة 24 % إلى 89.9 مليار درهم، مقارنة بـ 72.3 مليار درهم خلال عام 2021.

الفرع الثالث: تطور المؤشر العام لكل من سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية

الجدول رقم (29): تطور مؤشرات أداء سوق الإمارات للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2022

اجمالي سوق الامارات		سوق أبوظبي		سوق دبي		السنوات
نسبة التغير (%)	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير (%)	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير (%)	المؤشر العام (نقطة)	
-	7660,11	-	4290,3	-	3369,81	2013
8,39	8302,93	5,56	4528,93	11,99	3774	2014
-10,17	7458,26	-4,89	4307,26	-16,51	3151	2015
8,30	8077,25	5,55	4546,37	12,06	3530,88	2016
-3,82	7768,51	-3,25	4398,44	-4,55	3370,07	2017
-4,17	7444,82	11,75	4915,07	-24,93	2529,75	2018
5,32	7840,63	3,27	5075,77	9,29	2764,86	2019
-3,87	7537,29	-0,60	5045,32	-9,87	2491,97	2020
55,02	11684,27	68,24	8488,36	28,25	3195,91	2021
15,94	13547,16	20,30	10211,09	4,39	3336,07	2022

source:

Securities & Commodities Authority, **Annual Report**, United Arab Emirates, 2013-2014, P4
 Securities & Commodities Authority, **Annual Report**, United Arab Emirates, 2014, P 4
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2015, p8.
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2018, p8
 Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2022, p8
[DFMGI Historical Rates \(DFMGI\) - Investing.com](#)
[FTSE ADX General Historical Rates \(FTFADGI\) - Investing.com](#)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (29):

ان مؤشر العام لسوق الامارات سجل انخفاضا في كلا السوقين اظهر لنا تراجعاً في سوق دبي بنسبة 16.51% - سنة 2015 مقارنة بسنتين 2013 و 2014 حيث بلغ مؤشر دبي 3774 نقطة سنة 2014 بنسبة 11.99%، كما سجل انخفاض في سوق ابوظبي قدر بـ 7458.26 نقطة سنة 2015 أي بنسبة 10.17% - وهذا راجع الى ازمة النفط العالمية ، ليرتفع بعدها المؤشر سنة 2016 ويحقق ما قدره 3530.88 نقطة في سوق دبي و 8077.25 نقطة في سوق ابوظبي، لينخفض بعدها مباشرة في فترة 2017-2020 في كلا السوقين. لكن أداء الأسواق الإماراتية في 2021 كان مميزاً بقيادة سوق أبوظبي بعدما حقق أفضل أداء على قائمة الأسواق العالمية الأعلى، كما سجل سوق دبي نمواً جيداً وسط أجواء إيجابية وحالة من النشاط والزخم بدعم رئيسي من قوة الاقتصاد الإماراتي وقدرته على مجابهة تحديات «كورونا»، إضافة إلى نشاط الأسواق المحلية مع إدراج العديد من الأسهم في سوق أبوظبي إضافة إلى الإدراجات الضخمة المرتقبة في سوق دبي المالي.

فقد أنهى مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية عام 2022 على ارتفاع بنسبة 20%، ما يعادل 1700 نقطة، مغلقاً عند 10211,09 نقطة مقارنة بإغلاقه عند 8488,36 نقطة بنهاية عام 2021. وتعد ارتفاعات السوق خلال العام 2022 الأعلى تاريخياً حيث تجاوز لأول مرة في تاريخه مستوى الـ 10 آلاف نقطة، وقد سجل أعلى إغلاق خلال جلسة 11 نوفمبر عند 10606 نقاط. استبدل المؤشر العام لسوق أبوظبي للأوراق المالية من خلال "مؤشر فوتسي إيه دي إكس العام"، مع استبدال المؤشرات القطاعية من خلال مؤشرات تستند إلى معيار "فوتسي راسل"، وإطلاق مؤشر مرجعي لأسهم الشركات الكبرى "فاداكس 15"، وهذا راجع لعدة اسباب منها:

- يعتمد مجلس الوزراء الإماراتي قرار السماح بتداول أسهم الجمعيات التعاونية في الأسواق المالية.
- "بورصة البحرين" و "سوق أبوظبي للأوراق المالية" تطلقان منصة "تبادل".
- رفع المصرف المركزي الإماراتي خلال العام الماضي سعر الأساس على تسهيلات الإيداع ليلية سبع مرات، وذلك تزامناً مع رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة.
- صدور عدة قرارات لـ "أوبك بلس" تزامناً مع الأحداث في السوق البترولية العالمية آخرها خفض إنتاج النفط الخام بمقدار مليوني برميل يومياً بداية من شهر نوفمبر 2022 والإبقاء على القرار في اجتماع ديسمبر.
- اثار الأزمة الروسية الأوكرانية وما نتج عنها من حالة عدم اليقين في أسواق النفط والاقتصاد العالمي .
- سجل خام برنت خلال العام أعلى مستوياته عند 139 دولاراً للبرميل فيما سجلت أدنى مستوياته قرب 75 دولاراً للبرميل.

أما سوق دبي المالي فقد أنهى مؤشره عام 2022 على ارتفاع بنسبة 4 %، ما يعادل 140 نقطة، مغلقاً عند 3336.07 نقطة مقارنة بإغلاقه عند 3195.91 نقطة بنهاية عام 2021 .

وسجل مؤشر السوق أعلى مستوياته خلال عام 2022 في جلسة 5 ماي عند 3748 نقطة، وأعلى إغلاق عند 3734 نقطة، وهو الأعلى منذ 2015، وسجل أدنى مستوى في جلسة 6 جويلية عند 3060 نقطة، وأدنى إغلاق خلال نفس الجلسة عند 3062 نقطة، وهذا راجع لعدة أسباب أهمها:

- إطلاق شركة "إكس كيوب" لإدارة المحفظة الخاصة لصناعة السوق في سوق دبي المالي .
- بدء تداول العقود الآجلة لخام نפט عُمان في سوق دبي المالي.
- إطلاق المؤشر العام الجديد لـ"سوق دبي المالي"، حيث تم إدخال العديد من التحسينات على منهجية مؤشرات السوق .
- رفع المصرف المركزي الإماراتي خلال العام 2021 سعر الأساس على تسهيلات الإيداع لليلة سبع مرات، وذلك تزامناً مع رفع المجلس الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة.
- شهد قطاع العقارات في الإمارات خلال عام 2022 انتعاشاً كبيراً، وجاء ذلك مدعوماً بعوامل عديدة، منها الإدارة الفعالة للوباء، وإصدار قوانين بخصوص التأشيرات والإقامات، والعديد من المبادرات الحكومية لدعم السوق، بالإضافة للأحداث العالمية.
- الأزمة الروسية الأوكرانية وما نتج عنها من حالة عدم اليقين في أسواق النفط والاقتصاد العالمي.

الفرع الرابع: تطور عدد الصناديق الاستثمارية وإجمالي أصول صناديق الاستثمار المحلية في بورصة الامارات.

من خلال الجدول الموالي سوف نعرض تطور عدد الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالي الاماراتي.

الجدول رقم (30): تطور عدد الصناديق الاستثمارية وإجمالي أصول صناديق الاستثمار المحلية في

بورصة الامارات خلال الفترة 2013-2022

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	عدد الصناديق/سنوات
26	19	19	20	22	22	24	24	18	14	محلية
672	656	596	498	171	292	633	610	536	499	اجنبية
698	675	615	518	193	314	657	634	554	513	المجموع
3.44	1.8	1.6	1.2	1.5	1.3	2.4	3.2	5.5	4.4	إجمالي أصول صناديق الاستثمار المحلية (مليار درهم)

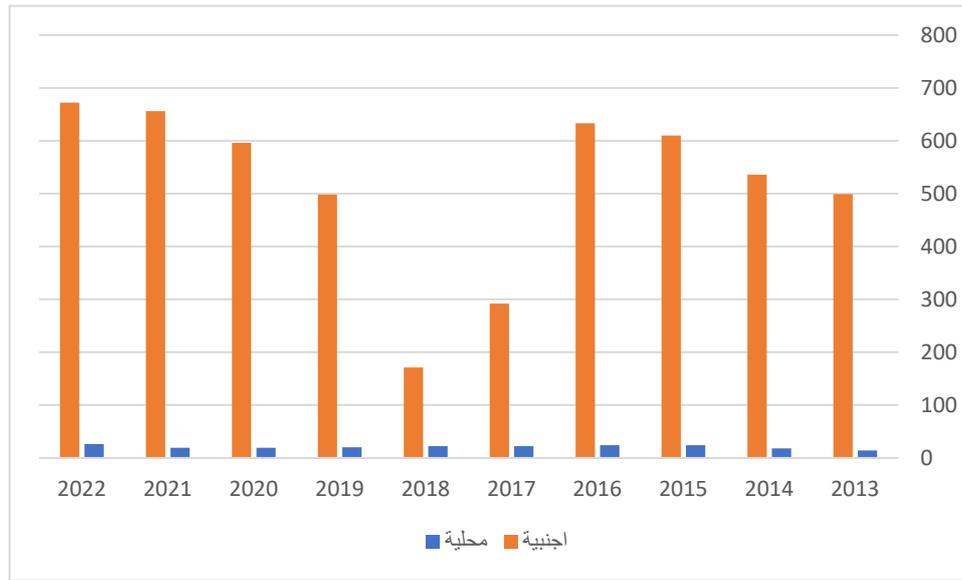
Source :

Securities & Commodities Authority , Annual Report, United Arab Emirates, 2013,P24

Securities & Commodities Authority , Annual Report, United Arab Emirates, 2014,P23

Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2015,P49
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2016,P42-41
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2017,P46
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2018,P44
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2019,P46
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2020,P48
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2021,P54
 Securities & Commodities Authority , **Annual Report**, United Arab Emirates, 2022,P47

الشكل رقم (33): عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في البورصة الامارات خلال الفترة (2013-2022)



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (30)

من خلال الشكل نلاحظ ان هناك ارتفاع في الصناديق المحلية خلال الفترة (2016-2013) حيث قدر عددها 24 صندوق سنة 2016 بعدما كان 14 صندوق في سنة 2013، لينخفض مباشرة في فترة ما بين (2017-2021) ويسجل 19 صندوق سنة 2021، كما ارتفع عدد الصناديق المحلية سنة 2022 ليصل الى 26 صندوق، تزامنا مع انطلاق الهوية الجديدة لمنصة صناديق الاستثمار المتداولة لسوق أبوظبي، بعد تمكن مؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية من تجاوز مستويات الـ 10 آلاف نقطة لأول مرة في تاريخه، وعند مقارنة الصناديق المحلية بالصناديق الأجنبية نلاحظ ان هناك عدد معتبر من الصناديق الأجنبية الناشطة خارج السوق الاماراتي خاصة في لوكسمبورغ وايرلندا. كما تبين لنا ان العدد الإجمالي لأصول صناديق الاستثمار المحلية سجل ارتفاعا في سنة 2014 فبلغ 5.5 مليار درهم، وسجلت بعدها تراجعا في قيمها خلال الفترة (2015-2021)، لتسترجع عافيتها وبلوغها قيمة 3.44 مليار درهم في سنة 2022.

المطلب الثالث: دراسة تحليلية لأداء عينة من المحافظ الاستثمارية الإسلامية في سوق الامارات للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2022)

سوف يتم التطرق في هذا الجزء من الدراسة لأداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الاماراتي والتابعة لبنوك إسلامية ناشطة في القطاع المصرفي الاماراتي، بالاعتماد على كل من مؤشر شارب ومؤشر ترينور لتقييم أداء محافظ استثمارية من بين العديد من مؤشرات قياس الأداء التي تطرقنا إليها سابقا.

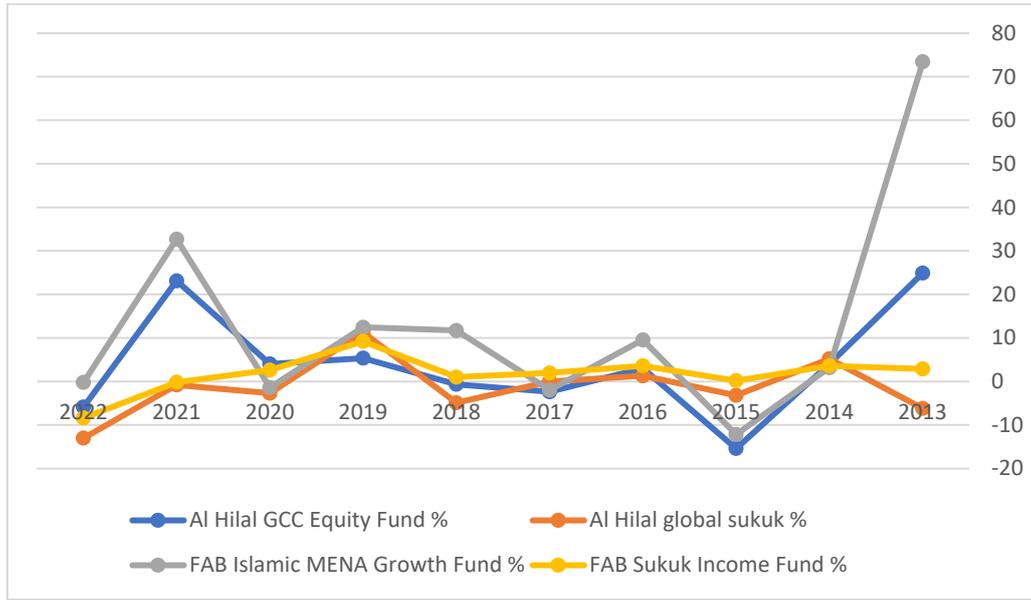
الفرع الأول: تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاماراتي.
سوف نعرض من خلال هذا الفرع معدلات الأداء المختلفة لمحافظ الاستثمارية تابعة لبنوك ومؤسسات مالية إسلامية محل الدراسة ومتداولة في سوق الأوراق المالية الاماراتي خلال الفترة 2013-2022.
الجدول رقم (31): تطور معدل أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاماراتي خلال فترة (2013-2022)

FAB Sukuk Income Fund %	FAB Islamic MENA Growth Fund %	Al Hilal global sukuk %	Al Hilal GCC Equity Fund %	السنوات
2,88	73,46	-6,2	24,9	2013
3,6	3,17	5,2	4,03	2014
0,18	-12,16	-3,2	-15,38	2015
3,6	9,54	1,3	3,02	2016
1,96	-1,96	0	-2,36	2017
1,01	11,71	-4,9	-0,66	2018
9,2	12,45	11,3	5,35	2019
2,62	-1,38	-2,7	4,04	2020
-0,19	32,68	-0,8	23,12	2021
-8,39	-0,22	-13	-5,86	2022

Source :

- Annual Report, Al Hilal GCC Equity Fund, monthly, october 2023.
- Annual Report, Al Hilal global sukuk, november 2023.
- Annual Report, FAB Islamic MENA Growth Fund, march 2023.
- Annual Report, FAB Sukuk Income Fund, december 2023.

الشكل رقم (34): تطور معدل أداء عينة من محافظ سوق ابوظبي للأوراق المالية



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على جدول رقم (31).

من خلال الشكل رقم 34 نلاحظ المحافظ التابعة لبنوك ومؤسسات مالية إسلامية سجلت معدلات غير مرضية مقارنة بأداء المحافظ السابقة محل الدراسة، حيث سجل انخفاض ملحوظ خلال الفترة 2015-2017 وهذا راجع الى انخفاض اسعار النفط 2015 ومخلفات أزمة الديون السيادية لليونان. لترتفع بنسبة طفيفة سنة 2019 وتسجل انخفاض مباشر سنة 2020، بسبب جائحة كورونا كوفيد-19، ثم تستعيد عافيتها سنة 2021 وسجلت معدلات مرتفعة خاصة محفظة FAB و Al Hilal GCC Equity Fund و FAB Islamic MENA Growth Fund .

الفرع الثاني: أداء عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية الاماراتي تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة بارزة في الاقتصاد الاماراتي ككل، حيث تعتمد على الحلول الشرعية في اتخاذ وتطبيق قراراتها، واستطاعت تحقيق معدلات نمو جيدة، وسيتم التطرق الى تقييم أداء عينة من المحافظ الاستثمار خلال الفترة (2013-2022) باستخدام المؤشرات المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور) وعليه كانت حصيلة النتائج المتوصل اليها كما يلي:

الجدول رقم (32): نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الإمارات للأوراق المالية

بيانات السوق					
الأسواق	R_f : عائد اذون الخزانة	\bar{R}_m : العائد	δ_m : الانحراف المعياري	Var: تباين	Sharp $_m$: شارب
سوق دبي	1.61%	11.77%	35.23%	0.124	0.29
سوق ابوظبي	1.61%	16.89%	25.37%	0.064	0.60

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (03).

- Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates ,2013-2023.

اولا: تطبيق مؤشر شارب على سوق ابوظبي للأوراق المالية.

يتم الاعتماد في هذه على سوق ابوظبي للأوراق المالية لان المحافظ محل الدراسة ناشطة في سوق ابوظبي بدلا من سوق دبي، حيث نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق، اضافة الى معدل العائد على اذون الخزانة، بعدها يتم التطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من صناديق استثمارية الإسلامية.

1- حساب قيمة مؤشر شارب

- \bar{R}_m : المتوسط السنوي لعوائد سوق الامارات بلغت 16.89 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.61 %

- δ_m : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 25.37 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الامارات خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_m - R_f}{\delta_m} = \frac{16.89 - 1.61}{25.37} = 0.60$$

تحليل النتائج:

نلاحظ خلال حساب مؤشر شارب لسوق ابوظبي ان السوق استطاع تحقيق عائد اضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية (0.60) وحدة عائد، ويرجع ارتفاع معدلات ربحية سوق ابوظبي المرجحة بالمخاطر الكلية لارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق.

ثانياً: نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدما قمنا بحساب مؤشر شارب للسوق، إضافة إلى معدل العائد على اذون الخزينة، سوف نتطرق إلى حساب مؤشر شارب على عينة من محافظ صناديق استثمارية إسلامية التابعة لبنوك إسلامية والناشطة في السوق المالي الإماراتي.

الجدول رقم (33): يبين نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق الإماراتي

FAB Sukuk Income Fund	FAB Islamic MENA Growth Fund	Al Hilal global sukuk	Al Hilal GCC Equity Fund	المؤشر
4.17%	23.22%	6.24%	11.58%	الانحراف المعياري δ
0.01	0.47	-0.46	0.21	مؤشر شارب sharp

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3-1) والملحق رقم (3-2).

1- حساب مؤشر شارب لمحفظه Al Hilal GCC Equity Fund

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 4.02 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.61 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 11.58%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{4.02 - 1.61}{11.58} = 0.21$$

تحليل النتائج:

ان العائد الاضافي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.21 وحدة عائد، فنلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في السوق الاماراتي (سوق أبوظبي للأوراق المالية)، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.21 أقل من معدل شارب لسوق أبوظبي 0.60 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.39 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على السوق (16.89) أكبر من متوسط العائد على محفظة (4.02). وارتفاع عائد سوق أبوظبي للأوراق المالية على عائد المحفظة نتيجة لاستثمارات المحفظة.

2- حساب مؤشر شارب لمحفظه Al Hilal global sukuk

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 0.013%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.61%

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 6.24%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على النحو

التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{-0.013 - 1.61}{6.24} = -0.46$$

تحليل النتائج:

العائد السلبي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.46 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في السوق الاماراتي (سوق أبوظبي للأوراق المالية)، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.46- اقل من معدل شارب لسوق أبوظبي للأوراق المالية 0.60 بحيث هناك فارق يقدر بـ 1.06- عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على المحفظة (0.013-) اقل من متوسط العائد على السوق (16.89) ويرجع انخفاض عائد المحفظة على عائد السوق إلى استراتيجية الاستثمار الخاصة بالمحفظة.

3- حساب مؤشر شارب لمحفظه FAB Islamic MENA Growth Fund

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 12.72%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.61%

- δ_p : المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 23.22%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{12.72 - 1.61}{23.22} = 0.47$$

تحليل النتائج:

العائد الايجابي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.47 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في المحفظة على معدلات المخاطرة في سوق أبوظبي للأوراق المالية،

ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.47 أكبر من معدل شارب سوق أبوظبي 0.60 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.13 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على محفظة (12.72) اقل من متوسط العائد على السوق (16.89) وارتفاع عائد السوق على عائد المحفظة نتيجة لاستثمارات المحفظة.

4- حساب مؤشر شارب لمحفظة FAB Sukuk Income Fund

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد محفظة بلغ 1.64 %

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.61 %

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للمحفظة بلغت 4.17 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على محفظة خلال فترة الدراسة على

النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{1.65 - 1.61}{4.17} = 0.01$$

تحليل النتائج:

العائد الاضائي الذي حققته المحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.01 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في محفظة على معدلات المخاطرة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للمحفظة 0.01 اقل من معدل شارب للسوق 0.60 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.59 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على محفظة (1.65) اقل من متوسط العائد على السوق (16.89) ويرجع سبب هذا الانخفاض الى استراتيجية الاستثمار الخاصة بالمحفظة.

ثالثا: نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدها قمنا بحساب مؤشر شارب لكل محفظة من المحافظ الاستثمارية محل الدراسة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر ترينور على عينة من المحافظ الاستثمارية الإسلامية الناشطة في السوق.

الجدول رقم (34) يبين نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من المحافظ الاستثمار في السوق الاماراتي

FAB Sukuk Income Fund	FAB Islamic MENA Growth Fund	Al Hilal global sukuk	Al Hilal GCC Equity Fund	المؤشر
-0.032	0.78	-0.036	0.199	بيتا β
-1.25	14.24	78.64	12.11	مؤشر ترينور T

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3-1) والملحق رقم (3-2).

1- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة Al Hilal GCC Equity Fund

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 4.02 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.61 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.19 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{4.02 - 1.61}{0.19} = 12.11$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 12.11 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا محفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.19$ هذا يعني ان مخاطر محفظة اقل من مخاطر السوق، ، فرغم ارتفاع معامل قيمة المخاطرة المنتظمة للمحفظة إلا أن متوسط العائد السنوي المنخفض خلال فترة الدراسة 4.02 % ومع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند 1.61 %، قد أدى الى ارتفاع العائد على المحفظة من 4.02% الى 12.11% في ظل المخاطر المنتظمة الذي تعرضت لها المحفظة.

2- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة Al Hilal global sukuk

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ -1.3 %

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.61 %

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ -0.036 %

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{-1.3 - 1.61}{-0.036} = 78.64$$

التحليل:

أي أن العائد الاضائي الذي وصلت إليه نتائج المحفظة من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 78.64 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة خلال فترة الدراسة، حيث بلغت المخاطرة المنتظمة المتمثلة في معامل بيتا إلى $\beta < 1$ أي $\beta = -0.036$ هذا يعني ان مخاطر السوق أكبر من مخاطر المحفظة، مما أدى إلى ارتفاع العائد على محفظة من -1.3% إلى 78.64% في ظل المخاطر المنتظمة. ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنويع الكامل للمحفظة وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة.

3- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة FAB Islamic MENA Growth Fund

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 12.72%

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.61%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ 0.78%

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{12.72 - 1.61}{0.78} = 14.24$$

التحليل:

ان العائد الاضائي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 14.24 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية هذه المحفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.78$ هذا يعني ان مخاطر محفظة اقل من مخاطر السوق، مما أدى إلى ارتفاع العائد على محفظة من 12.72% إلى 14.24% في ظل المخاطر المنتظمة. ويرجع الارتفاع في عوائد الصناديق المرجحة بالمخاطرة المنتظمة إلى افتراض مؤشر ترينور اختفاء المخاطرة غير المنتظمة نتيجة التنويع الكامل للمحفظة وبالتالي تقتصر المخاطرة هنا على المخاطرة السوقية أو المنتظمة.

4- حساب قيمة مؤشر ترينور لمحفظة FAB Sukuk Income Fund

- \bar{R}_p : متوسط العائد لمحفظة يقدر بـ 1.64%

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.61%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للمحفظة يقدر بـ -0.032%

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{1.64 - 1.61}{-0.032} = -1.25$$

التحليل:

أي أن العائد السلبي الذي وصلت إليه نتائج المحفظة من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 1.25 - وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع خسائر هذه المحفظة خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما أن معامل $\beta < 1$ أي $\beta = -0.032$ هذا يعني أن مخاطر السوق أكبر من مخاطر المحفظة، مما أدى إلى انخفاض العائد على المحفظة من 1.64% إلى -1.25% في ظل المخاطر المنتظمة، مع ثبات المتوسط السنوي للعائد الخالي من المخاطرة عند 1.61%.

خلاصة الفصل

يعتبر سوق الاسهم السعودي من أهم أسواق الأوراق المالية المتداولة في الشرق الأوسط وأكثرها تطوراً في العالم العربي وأسرعها نمواً وتوسعا من حيث الإصدارات المالية الإسلامية عالمياً، وبذلك تعددت الخيارات بالنسبة للمستثمر الراغب في الاستثمار في المصرفية الإسلامية وإتاحة له الفرصة والمكان المناسب لممارسة هذه النشاطات، بفضل تطور التشريعات والقوانين المنظمة لهذا النشاط والدعم الكبير لها من قبل الهيئات المختصة.

لقد تناولنا في هذا الفصل دراسة مجموعة من المحافظ الاستثمارية التابعة للبنوك الإسلامية السعودية تم اختيارها من بين المحافظ الاستثمارية النشطة على مستوى السوق الاسهم السعودي والموافقة للشريعة الإسلامية في مجال العمل المصرفي وفي ظل تواجد المعلومات المالية المعلن عنها، نجد أن جميعها تشترك في أنها حققت أداء جيداً وكان أداؤها أعلى من أداء السوق في فترة الدراسة (2013-2022) رغم اختلاف السياسات المتبعة لإدارة استثماراتها وطريقة معالجتها للمخاطر المختلفة المواجهة لكل محافظة على حدا.

ثم تعرضنا الى التجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية الماليزية ومراحل تطورها حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية، وما تحتويه من أقسام، حيث يعتبر السوق الماليزي تجربة رائدة وناجحة تستدعي الدراسة في مجال الاستثمار الإسلامي، لما وصلت اليه من إنجازات والمكانة القيادية التي صارت تحتلها ماليزيا في اصدار الصكوك الاسلامية، حيث أنها أكبر بلد من حيث قيمة الاصدارات والحجم مقارنة بباقي البلدان المصدرة للصكوك حول العالم، كما أنها السبّاقة لاستحداث أهم أنواع الصكوك وتطوير إصدارها وطرق تداولها، هذا لا يخفي ان الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية هي الاخرى أدت دوراً هاماً بالنسبة للسوق الماليزية، كونها ساهمت في تنشيط حركة تداول الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين،

أما فيما يتعلق بدولة الإمارات العربية المتحدة فهناك بورصتان ماليتان رئيسيتان، سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) وسوق دبي المالي (DFM) كلا السوقين يشرف عليهما سوق الإمارات للأوراق المالية (ESM)، الذي يعتبر حديث النشأة عند مقارنته مع الأسواق العربية الرائدة، حيث نجحت دولة الامارات في فترة وجيزة مواكبة الازدهار والنمو المتسارع الذي يشهده الاقتصاد الوطني والذي أدى بدوره الى تطور سوق الأوراق المالية للبلاد وعرف تقدماً فيما يخص عدد الشركات المدرجة حيث سجل 45 ادراجاً جديداً

في سوقى ابوظبى ودبى، وبقيمة سوقية قدرت بـ 3205.5 مليار درهم خلال سنة 2022، وفى ظل التطورات الملحوظة التى تشهدها الأسواق المحلية، بات سوق أبوظبى للأوراق المالية ثانى أكبر سوق فى المنطقة العربية بفضل استراتيجيته فى توفير أداء مالى مستقر مع مصادر متنوعة للدخل، بينما أصبح سوق دى المالى يمتلك قائمة متميزة من الشركات البارزة فى القطاعين الحكومى والخاص، الأمر الذى يدعو إلى الثقة فى قدرة السوق على تحقيق إنجازات أقوى وأكبر فى السنوات القادمة، وفيما يخص أداء المحافظ الاستثمارية لقد حققت عوائد منخفضة فى الفترة (2013-2022) وبهذا قد سجلت أداء مقبولا فى سوق ابوظبى للأوراق المالية مقارنة مع أداء المحافظ الاستثمارية الناشطة فى سوق الأسهم السعودى والبورصة الماليزية.

خاتمة عامة

تمثل البنوك الإسلامية جوهر العمل المصرفي الإسلامي والذي هو بدوره يعتبر جزء من النظام أو النشاط المصرفي الإسلامي الشامل، مما يجعلها متميزة عن غيرها من البنوك التقليدية، ذلك أن البنوك الإسلامية بدأت تهتم في استثماراتها بالجانب الذي يختص بأسواق الأوراق المالية، ولكن رغم أن استثماراتها في هذا المجال في تزايد مستمر مع وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الإسلامي في أسواق المال العالمية إلا أنها لازالت أغلب استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية، إلا أنه يؤمل منها تحقيق المزيد من الإنجازات، وخاصة فيما يتعلق بمساهمتها في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية والإسلامية.

أصبح التعامل في الأوراق المالية الإسلامية ضرورة حتمية خاصة في ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات، إلى جانب التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي والمتوافق مع المعاملات المالية الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر كمصدر للخطر خاصة بعد الأزمة المالية 2008، والتي كشفت مدى هشاشة الاقتصاد الرأسمالي الربوي الذي دفع بالدول الإسلامية وغير الإسلامية إلى الاتجاه نحو الاستثمار في أدوات التمويل الإسلامي إصدارا وتداولاً.

إن الأدوات المالية الإسلامية تتداول جنباً إلى جنب مع الأدوات التقليدية، وتستحوذ على حصة سوقية هامة من حجم الأدوات المتداولة، لتعددتها وتنوعها مقارنة مع الأدوات التقليدية في السوق ككل. والطلب الكبير عليها في هذه الأسواق يترجم مدى رغبة المستثمرين في توظيف فوائدهم المالية في منتجات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولإنجاح ذلك سخرت الحكومات كل الإمكانيات المادية، البشرية، والقانونية لدعم البنوك والمؤسسات المالية في استحداث أدوات جديدة، متطورة ومتنوعة خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية.

توصلنا الى إن تزايد الإقبال العالمي للقطاع المصرفي الإسلامي وسرعة نموه يرجع إلى عوامل مرتبطة بأسلوب عمل البنوك الإسلامية ذاتها، ومن هذه العوامل توجه معظم البنوك الإسلامية إلى تأسيس محافظ استثمارية محلية وصناديق استثمار في الأسهم العالمية مما أدى إلى توسع قاعدة السوق المالي أمام هذه البنوك وازدياد الخدمات المالية والاستثمارية التي تقدمها، وربما يجدر بنا أن نركز على محافظ صناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها أداة مالية ووعاء استثماري جديد له تأثير كبير في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، حيث أصبحت المؤسسات المالية الإسلامية تستخدم هذه الأداة في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطاتها بما يتفق مع أحكام الشريعة.

وكخلاصة فان دراستنا احتوت على أربع فصول حاولنا من خلالها إبراز الدور الذي يمكن أن تقدمه البنوك الإسلامية من أجل دعم أداء سوق الأوراق المالية بواسطة أشهر نموذجين لتقييم وقياس الأداء (شارب

وترينور)، وكذا تطويرها وتحديثها لأدواتها المالية الإسلامية المتمثلة في المحافظ الاستثمارية الإسلامية، فضلا عن قدرتها على زيادة الطلب والعرض في سوق الأوراق المالية، بالإشارة الى أبرز الأسواق العالمية التي تتعامل بأدوات التمويل الإسلامية، فقد تطرقنا الى سوق الأسهم السعودي، البورصة الماليزية وسوق الأوراق المالي الاماراتي، ومن خلال ذلك حاولنا استخلاص بعض النتائج التي تكون عاملا في تأكيد أو نفي الفرضيات التي وضعناها للموضوع.

نتائج الدراسة:

- معظم الخدمات البنكية التي يقدمها البنك الإسلامي شبيهة بخدمات البنك التقليدي ماعدا الخدمات البنكية التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تستخدم أسعار الفائدة في تنفيذها وتدخل في تعاملاتها؛

- تقوم الصناعة المالية الإسلامية على أسس داعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية من خلال استثماراتها المبنية على أساس المشاركة في الربح والخسارة؛

- إن تنامي المتسارع للبنوك الإسلامية من خلال القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته، إدارته، والإصدار مع الترويج للأوراق المالية الإسلامية، بحيث تتولى البنوك الإسلامية وظيفة صانع السوق مما يستحق أن تكون آلية لتفعيل أنشطة السوق المالي؛

- تقوم البنوك الإسلامية بدور فعال في دعم أداء أسواق الأوراق المالية وهو ما يؤكد فرضية دراستنا.

- المحفظة المالية هي تشكيلة متنوعة من الأصول المالية، يكون الهدف من تكوينها هو تقليل المخاطر وتحقيق أرباح نتيجة الاستثمار في هذه الأصول؛

- أصبح التعامل في الصناديق والمحافظ الاستثمارية واقعا معاشا، ولتغطية المطالب المتزايدة من شريحة واسعة من المستثمرين، وتلبية رغباتهم في الالتزام في معاملاتهم المالية بأحكام الشريعة الإسلامية، برزت المحافظ الاستثمارية الإسلامية كبديل شرعي للمحافظ المالية الاستثمارية التقليدية؛

- تتمثل المقومات الأساسية لتشكيل المحفظة الاستثمارية في كل من العائد والمخاطرة والتنويع، كما أنها تعتبر من محددات السياسة المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية؛

- إن الخطر المتعلق بالمحفظة المالية الاستثمارية هو عبارة عن خطر كلي يحسب عن طريق الانحراف المعياري، ويقسم إلى خطر غير منتظم يمكن التغلب عليه عن طريق التنويع وخطر منتظم لا يمكن تجنبه ويحسب بمعامل بيتا؛

- انطلاقا من النظريات والنماذج المتعلقة بموضوع المحفظة الاستثمارية توصل الباحثون إلى مجموعة من المقاييس التي تمكننا من قياس الأداء الجيد للمحفظة، وعلى رأسها مقاييس كل من شارب وترينور.

نتائج متعلقة بالجانب التطبيقي من الدراسة:

- تعتبر السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية في الشرق الأوسط والعالم، أسرعها نمواً، أكثرها توسعاً فيما يخص الإصدارات المالية الإسلامية، وهذا راجع إلى جزء منه إلى تطور التشريعات المنظمة لهذا النشاط و اعتماد أحدث وسائل الإعلام والاتصال التكنولوجي؛

- سجلت نتائج مؤشر شارب لمحافظ محل الدراسة في سوق الأسهم السعودي عائد إضافي لصالح الصندوق في ظل المخاطر الكلية، وفيما يخص مؤشر ترينور بالنسبة للمحافظ قد حققا عائد إضافيا في ظل المخاطر المنظمة، وهذا راجع إلى ارتفاع ربحية هذه المحافظ خلال فترة الدراسة (2013-2022) مقارنة بعائد السوق.

- مؤشر شارب للسوق الماليزي KLCI حقق عائد سلبى عن كل وحدة مخاطرة كلية قدرت بـ 0.64- وحدة عائد، ويرجع ذلك إلى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنظمة لعوائد السوق.

- من خلال تطبيق مؤشر شارب على المحافظ النشطة في البورصة الماليزية توصلنا إلى أن ثلاث محافظ سجلت عائد إضافي لصالح الصندوق في ظل المخاطر الكلية، ما عدا AMLTTIKAL FUND الذي حقق عائد سلبى للمحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية، وفيما يخص مؤشر ترينور ان كل من محفظة (Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity, Hong Leong Dividend Fund) قد حققوا عائد إضافي عن كل وحدة مخاطر منظمة ويعود هذا إلى ارتفاع عائد المحفظة عن عائد السوق، ومحفظة (Principal Islamic Lifetime Sukuk, Amlttikal fund) انخفضت فيهم العوائد في ظل المخاطر المنظمة.

- يتسم سوق الأسهم السعودي والبورصة الماليزية بالتنوع من حيث الأدوات المالية النشطة في السوق، وعزز هذا التنوع الرغبة الكبيرة للمستثمرين في تنمية واستثمار أموالهم وفق أسس عقائدية سليمة، إضافة إلى الوفرة المالية التي تميز المنطقة؛

- فيما يخص المحافظ الاستثمارية محل الدراسة خاصة بالمحافظ النشطة في السوق الأسهم السعودي والبورصة الماليزية نجد أن جميعها تشترك في أنها حققت أداء جيدا وكان أداؤها أعلى من أداء السوق في الفترة المدروسة (2013-2022) رغم اختلاف سياسات إدارة استثماراتها وطريقة تعاملها مع المخاطر المختلفة المواجهة لكل محفظة على حدا.

- نتائج تطبيق مؤشر شارب لسوق أبو ظبي للأوراق المالية حقق عائد إضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية قدرت بـ 0.60 وحدة عائد، ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدلات ربحية سوق ابوظبي المرجحة بالمخاطر الكلية.

- من خلال تطبيق مؤشر شارب على محافظ التابعة لسوق ابوظبي للأوراق المالية نلاحظ ان ثلاث محافظ سجلت عائد إضافي لصالح الصندوق في ظل المخاطر الكلية، ما عدا محفظة Al Hilal global sukuk التي

حققت عائد سلبي للمحفظة من كل وحدة مخاطرة كلية، ويرجع انخفاض عائد محفظة الى متوسط العائد السلبي للمحفظة، وفيما يخص نتائج مؤشر ترينور نلاحظ ان ثلاث محافظ سجلت عائد إضافي لصالح الصندوق في ظل المخاطر المنتظمة أي ارتفاع عائد المحفظة عن عائد السوق، ما عدا محفظة FAB Sukuk Income Fund التي سجلت عائد سلبي من كل وحدة مخاطر منتظمة مقارنة بربحية المحفظة.

اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** تلعب البنوك الإسلامية دورا فعال في نمو وتطوير أسواق الأوراق المالية ودعم أدائها وهو ما يؤكد فرضية الدراسة، وذلك من خلال تطويرها وتحديثها لأدواتها المالية بما يتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية، فضلا عن قدرتها على زيادة الطلب والعرض في الأسواق المالية؛

- **الفرضية الثانية:** إدارة المحافظ الاستثمارية في البنك الإسلامي تعتمد تشكيلة متنوعة للأوراق المالية من أجل تخفيض التأثير بظروف السوق والأزمات الاقتصادية وتعزيز العائد، يعد إدارة المحفظة الاستثمارية فن تدوير الأوراق المالية وتنظيم تواريخ استحقاقها ومتابعة عملياتها بهدف تحقيق أهدافها الاستثمارية، والهدف من تكوين المحفظة متنوعة هو التقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأصول المالية، وزيادة العوائد لتأمين الاستثمارات الناجحة على المدى الطويل، وكذلك لحماية الاستثمارات من تأثير ضغوطات السوق على الاستثمار، وعليه فالفرضية الثانية محققة؛

- **الفرضية الثالثة:** تتميز محافظ البنوك الإسلامية بأكبر عائد واقل درجة المخاطرة من محافظ البنوك التقليدية، قد تختلف نسب العوائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية الإسلامية عن المحافظ الاستثمارية التقليدية وذلك من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وان درجة الانخفاض في المخاطرة تتحقق من خلال التنوع والتي تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق المكونة للمحفظة، ان المحافظ الاستثمارية الإسلامية إحدى أهم أنواع المحافظ الاستثمارية وأكثرها تدنية للمخاطر، مما يجعل الكثير يتجه نحو إنشاء محافظ استثمارية إسلامية، وعليه الفرضية الثالثة محققة.

الفرضية الرابعة: هناك علاقة تكاملية بين البنوك الإسلامية وأسواق الأوراق المالية، ومن خلال تناولنا للموضوع ثبتت صحة الفرضية إذ تتضح أهمية ذلك من خلال الدور الحيوي الذي تلعبه البنوك الإسلامية داخل الأسواق المالية في ابتكار وتطوير أدوات تمويل إسلامية جديدة وقدرتها على التحكم في المعروض منها، ويؤدي ذلك الى تفعيل وتنشيط الأسواق المالية ودعمها. كما تعد سوق الأوراق المالية مكان ومنصات تداول مناسب تحتاجه البنوك الإسلامية للترويج لمنتجاتها من أدوات التمويل، حيث يزداد الطلب على المنتجات الأكثر انتشارا مما يزيد عرضها فيؤدي ذلك بالضرورة إلى رفع قدرة البنوك الإسلامية على الابتكار والإصدار وهذا ما يعكس العلاقة التكاملية بين البنوك الإسلامية وأسواق الأوراق المالية.

مقترحات الدراسة

- بعد تناول موضوع دور البنوك الإسلامية في دعم أداء سوق الأوراق المالية باستخدام محافظ أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، والقيام بالدراسة التطبيقية حولها وبعد استخلاص نتائج البحث و إثبات صحة الفرضيات، يمكننا اقتراح جملة من الاقتراحات والتوصيات كآلاتي:
- ضرورة إعطاء البنوك الإسلامية فرصة الارتقاء، ومواصلة دعمها للنمو واستمرار البحث عن الحلول التصحيحية لمسارها، وتوسيع نشاطها لبلدان أكثر ومستثمرين أكثر عبر العالم؛
 - زيادة البنوك الإسلامية للطلب والعرض في سوق أوراق المالية بسبب حجم ودائعها وموجوداتها الكبيرة التي تحتاج إلى استثمار.
 - إنشاء منظومة تشريعية متكاملة تسهل سير نشاط البنوك الإسلامية، وتنسيق الجهود من أجل النهوض بهذا القطاع خصوصا في الدول العربية والإسلامية والاستفادة من تجارب الدول المتقدمة؛
 - توصي الدراسة العلماء والباحثين في الصناعة المالية الإسلامية باستحداث أدوات مالية جديدة، والعمل على تطوير أدوات مالية إسلامية ولا يكتفوا بتكييف الأدوات المالية التقليدية في ميزان الشريعة الإسلامية، بهدف جذب واستقطاب أكثر للمستثمرين والمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق الأوراق المالية.
 - ضرورة العمل على التعريف أكثر بأدوات التمويل الإسلامي والمبادئ التي تقوم عليها، ومبادرة الحكومة بشكل دائم في إنشاء ودعم رأس المال الإسلامي وتطويره، باستخدام مختلف وسائل الإعلام المتاحة.
 - تحديث وتطوير الأدوات المالية للمؤسسات المالية الإسلامية خصوصا صناديق الاستثمار باعتبارها أداة مالية مقبولة شرعا ووعاء استثماري جديد له تأثير كبير في جذب المدخرات وتوظيف السيولة الفائضة لديها وتقليل المخاطر.
 - على المستثمر دراسة كل الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطرة للمحفظة، بان يحدد درجة المخاطرة التي يكون مستعد لتحملها وكذا مستوى العائد الذي يرغب في تحقيقه؛
 - ضرورة استحداث قواعد بيانات تنشر جميع المعلومات الخاصة بالصناديق والمحافظ الاستثمارية الإسلامية وأدواتها المتنوعة وتطوير تلك القائمة منها، حتى يتسنى للعامة و الخاصة من المستثمرين دراستها وفهم طبيعة عملها؛
 - ضرورة استخدام الأساليب القياسية الحديثة في تحليل أداء هذه المحافظ الاستثمارية ومكوناتها مع استخدام النماذج التي تسهل عمل المقارنات بين الأدوات الاستثمارية المختلفة؛

- نشر الوعي الاستثماري بين أفراد المجتمع من أجل استقطاب الأموال المكتنزة وتحريك عجلة الاقتصاد بما يحترم خصوصية المجتمع المسلم، وتوفير أدوات استثمارية إسلامية تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية تجذب شريحة واسعة تعتبر حصة سوقية ضائعة؛

آفاق البحث

- دور التمويل بالصكوك الإسلامية في تفعيل أداء نشاط الأسواق المالية بالإشارة الى تجارب دول عربية.
- دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية.
- متطلبات انشاء محافظ استثمارية في البنوك الإسلامية- حالة الجزائر.

وفي الأخير أتمنى اننا قد وفقنا في إتمام هذا العمل، ومما لا شك فيه انه لا يخلو أي عمل من نقائص، فان اصبنا فمن الله وان اخطانا فمننا وما توفيقنا الا بالله ومنه السداد.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

المصادر

- 1- القرآن الكريم
- 2- صحيح البخاري ومسلم
- 3- المعجم لابن منظور، لسان العرب، مادة "صنع".
- 4- عبد العظيم بن عبد القوي بن عبد الله، أبو محمد، زكي الدين المنذري، الترغيب والترهيب من الحديث الشريف (كتاب البيوع)، الطبعة الثالثة، دار احياء التراث العربي، بيروت، لبنان، 1968.
- 5- ابن رجب الحنبلي، القواعد، ط 1، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، 1972.

الكتب:

- 1- اتفاقية إنشاء الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مطابع الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، مصر الجديدة القاهرة 1977.
- 2- أحمد النجار، منهج الصحوة الإسلامية (بنوك بلا فائدة)، الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1989.
- 3- احمد بن حسن احمد الحسني، صناديق الإستثمار -دراسة تحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب مصر، مصر، 1999.
- 4- أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة.
- 5- أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2009م.
- 6- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام، القاهرة، مصر، 2004.
- 7- امين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 8- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2007.
- 9- البتال أحمد حسين، "محاضرات في الأسواق المالية"، (نسخة الكترونية)، كلية المعارف الجامعية، 2004.
- 10- بلعوز بن علي وآخرون، إدارة المخاطر، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 11- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر، 2019.
- 12- بورقية شوقي، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، الأردن. 2013.
- 13- جاك يوسف حكيم، العقود الشائعة او المسماة: عقد البيع، دار الفكر، 1970.
- 14- جبران مسعود "الرائد" معجم ألفبائي في اللغة والأعلام، ط1، دار العلم للملايين، بيروت، 2003.
- 15- جمال لعمارة، اقتصاد المشاركة نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق، مركز الإعلام العربي، مصر، ط1، 2000.
- 16- جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، دار النبأ، الجزائر، 1996.

قائمة المراجع

- 17- حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، ط 3، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2000.
- 18- حسن وفاء محمد عبد الباسط، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- 19- الحسيني احمد بن حسن احمد، صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 20- حسني علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهوان عمان، الأردن، 1998.
- 21- حسين الأمين، عابد الشعراوي، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، أصول الفقه، ط 3، 2000.
- 22- حسين حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة، ط 1، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 2001.
- 23- حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، ط 1، مكتبة التقوى، القاهرة، 2006.
- 24- حسين سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 25- حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 26- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 27- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 28- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 29- رسمية قرياقص، أسواق أرس المال، دار النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 30- رفيق يونس المصري، النظام المصرفي الإسلامي، دار المكتبي للنشر والطباعة، دمشق، 2009.
- 31- السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008.
- 32- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 33- سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية، ط 1، جمعية التراث، غرداية الجزائر، 2002.
- 34- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 35- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
- 36- السيد محمد أحمد السريتي، مقدمة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة مقارنة مع الاقتصاد الوضعي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 37- شحاتة حسين وفياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، مصر، 2001.
- 38- شوقي إسماعيل شحاتة، البنوك الإسلامية، دار الشروق، جدة، 1977.
- 39- صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل الأركان والسياسات والمؤسسات، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.
- 40- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2003.
- 41- ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، منشورات الجزائر، ط 1، 1998.
- 42- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997.

قائمة المراجع

- 43- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2006.
- 44- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، خلال فترة التحول الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 45- عايد فضل الشعراوي، المصارف الإسلامية، الطبعة الثانية، دراسة علمية فقهية للممارسات العملية، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 2007.
- 46- عائشة الشراوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، 2000.
- 47- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء، الأردن، 2010.
- 48- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، ط1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004.
- 49- عبد الحميد محمود البعلي، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مكتبة وهبة، القاهرة، ط1، 1990.
- 50- عبد الحميد محمود البعلي، المدخل لفقه البنوك الإسلامية، ط1، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، جدة السعودية، 1983.
- 51- عبد الرزاق رحيم جدي الهبتي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار اسامة للنشر، عمان، الاردن، 1998.
- 52- عبد الستار أبو غدة، البيع المؤجل، ط2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
- 53- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 54- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1991.
- 55- عصا عمر، البنوك الوضعية والشرعية (النظام المصرفي، نظرية التمويل الإسلامي، البنوك الإسلامية)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 56- عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 57- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، 2008.
- 58- عطية فياض، التطبيقات المصرفية لبيع المراجحة في ضوء الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 1999.
- 59- علاء الدين زعتري، المصارف وماذا يجب أن يعرف عنها، ط1، دار غار حراء، دمشق، 2006.
- 60- علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، ط7، مكتبة دار القرآن مصر ودار الثقافة قطر، 2002.
- 61- علي محي الدين علي والقره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، ط3، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009.
- 62- غازي المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 63- فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 64- فارس مسدور، التمويل الإسلامي من الفقه الى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومه للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
- 65- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الاردن، 2006.
- 66- فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، ط1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006.
- 67- كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، طبعة تمهيدية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك (إربد).
- 68- محسن أحمد الخضير، البنوك الإسلامية، ط3، ايتراك للتوزيع والنشر، القاهرة، 1990.
- 69- محسن احمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الاشتراك للنشر والتوزيع، 1996.
- 70- محسن الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 71- محمد إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، مصر، 1993.

قائمة المراجع

- 72- محمد الزحلي، القواعد الفقهية في المذاهب الأربعة، دار الفكر، دمشق 2006.
- 73- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007.
- 74- محمد سعيد محمد الرملاوي، الازمة الاقتصادية العالمية: انذار للرأسمالية ودعوة للشرعية الإسلامية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2011.
- 75- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 76- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005.
- 77- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية، مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن، عمان، 1989.
- 78- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط2، دار النفائس، الأردن، 2009.
- 79- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الاردن، 1999.
- 80- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005.
- 81- محمد يوسف ياسين، البورصة -عمليات البورصة تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 82- محمد يونس وعبد النعيم محمد مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 83- محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 84- محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية، الأسس النظرية والتطبيقات العملية، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008.
- 85- محمود حمودة ومصطفى حسين، أضواء على النظام المالي الإسلامي، ط2، مؤسسة، الوراق، الأردن، 1999.
- 86- مصطفى الهمشري، الأعمال المصرفية في الإسلام، ط7، المكتب الإسلامي، بيروت، 1983.
- 87- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر الإسكندرية، 1992.
- 88- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، ط5، 1985.
- 89- مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 90- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 91- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 92- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 93- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ط1، المعارف، الإسكندرية، 1996.
- 94- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 95- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 96- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 97- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء، الأردن، 2010.
- 98- ناصر الغريب، الأصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، المنار العربي، القاهرة، 1996.
- 99- نايف بن نهار، مقدمة في الصيرفة الإسلامية، مكتبة الهاشمي، قطر 2020.
- 100- نزيه حماد، عقد السلم في الشريعة الإسلامية، دار القلم والدار الشامية للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 1993.
- 101- نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.

قائمة المراجع

- 102- نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003.
- 103- نوال عبد المنعم بيومي، التجربة الماليزية وفق مبادئ التمويل والاقتصاد الإسلامي، ط 2، مكتبة الشروق الدولية، جمهورية مصر، 2014.
- 104- هاشم عبد الرحيم السيد، موسوعة المصارف الإسلامية، شركة الهواشم القابضة للنشر والتوزيع، قطر، 2008.
- 105- هشام خالد، البنوك الإسلامية الدولية وعقودها مع إشارة خاصة لنظام التأجير التمويلي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001.
- 106- وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية - أساليب الاستثمار، المشاركة المتناقصة والإستصناع، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 107- وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر المعاصر، ط 4، ج 5، دمشق، 2004.
- 108- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.

-الاطروحات والمذكرات:

- 1- أحمد عبد العفو مصطفى العليات، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح في نابلس، فلسطين، 2006.
- 2- أسامة عبد الحلیم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، الاردن، 2009.
- 3- أشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.
- 4- أماني عزوزة، عوامل استقرار النظام المصرفي - دراسة مقارنة بين البنوك الإسلامية والتقليدية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، 2016/2017.
- 5- بدروني هدى، دور صكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية تجارب دولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015/2016.
- 6- بلعزوز بن علي، دراسة مقارنة للسياسة النقدية والمصرفية بين الفكر الاقتصادي المعاصر والفكر الاقتصادي الإسلامي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 1994.
- 7- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، 2013/2014.
- 8- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في السوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008.
- 9- بن فايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، جامعة غرداية، 2019/2020، ص 36.
- 10- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006/2007.
- 11- بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص مالية وبنوك وتأمنينات، جامعة بسكرة، 2020.

قائمة المراجع

- 12- جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، غير منشورة، 2007/2006.
- 13- حمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998.
- 14- حنان شريط، أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ام البواقي، 2022.
- 15- حوري نادية، دور الصيرفة الإسلامية في تفعيل أسواق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص العلوم المالية والمصرفية، جامعة الجزائر 3، 2022/2021.
- 16- خامرة السعيد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019/2018.
- 17- ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010م، مذكرة ماجستير تخصص مالية وأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011.
- 18- رشيد بوكساني، معوقات الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/ 2006.
- 19- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية -دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 20- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008/2007.
- 21- سعيدة حرفوش، سوق الأوراق الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق ماليزيا-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية، 2009/2008.
- 22- سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة2، الجزائر، 2014/2013.
- 23- صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
- 24- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012/2011.
- 25- الطيب مبروكي، المخصصات والاحتياطات في البنوك الإسلامية من منظور فقهي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2012.
- 26- عبد الحليم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، مذكرة ماجستير منشورة، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013.
- 27- عبد الغني مخلق، الصيرفة الإسلامية كبديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة تجارب بعض الدول، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص تسيير مالي، جامعة المدية، 2021.

قائمة المراجع

- 28- عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة حسبية بن بوعلی، الشلف، 2011/2010.
- 29- عبد اللطيف، هناء عبد العزيز، قياس نشاط وكفاءة أداء سوق الأوراق المالية في مصر، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001.
- 30- عبو ربيعة، استراتيجية إدارة المخاطر في المحافظ الاستثمارية- تجارب دول عربية-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة حسبية بن بوعلی، الشلف، الجزائر، 2014.
- 31- عمرو حمدي متولي، صناديق الاستثمار في مصر ودورها في دعم برنامج الخصخصة، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين الشمس، 2006.
- 32- غدير احمد خليل، العوامل المؤثرة على طلب التمويل ومنحه في البنوك الإسلامية دراسة حالة البنك الإسلامي الأردني (1985-2005)، مذكرة ماجستير في التمويل والمصارف، جامعة آل البيت، الاردن، 2007.
- 33- فتيحة كحلي، تقييم اداء صناديق الاستثمار الاسلاميه دراسة تجارب بعض الدول العربية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الشلف، الجزائر ، 2011.
- 34- قصي احمد الشيخه، دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.
- 35- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2016/2015.
- 36- محمد الأمين مصابحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، 2022/2021.
- 37- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مذكرة الماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية الأسواق، 2012.
- 38- محمد جمال شبانة، الية توزيع الأرباح في المصارف الإسلامية الفلسطينية-دراسة حالة البنك الوطني الإسلامي، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2016.
- 39- ميلود بن مسعودة، معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، 2008.
- 40- وداد بوحلاسة، صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية مذكرة ماجستير ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، 2014.

البحوث المنشورة:

- 1- احمد حسين بتال، واخرون، استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر حجم التداول اليومي لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2013-2018. مجلة الدنانير، العدد 20، كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة الانبار، 2020.
- 2- احمد محمد فتحي الشويبي، صناديق الاستثمار الاسلامية خصائصها وسيماتها.مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الأكاديمية، المجلد 16(العدد 101)، 2021.
- 3- النجار فائق جبر، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، العدد الرابع، الأردن، أكتوبر 2000.
- 4- بخيت حسان، لخديمي عبد الحميد، قراءة تاريخية في تطور العمل المصرفي بالصيرفة الإسلامية في دول المغرب العربي، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جانفي 2014،

قائمة المراجع

- 5- بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- 6- بوشناف فايذة، ن.بارك، و.بن داودية، الصكوك الإسلامية كبدايات لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17، العدد 26، 2021.
- 7- تيغزة سهام ولسلوس مبارك، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطور صناديق الاستثمار الإسلامية- صندوق الراجحي للأسهم السعودية، مجلة البداع، المجلد 11، العدد 02، 2021.
- 8- جمال العسالي، سويسي طه عبد الرحمن، البنوك الإسلامية: قراءة في المبادئ والأسس وأساليب التمويل، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 1، المجلد 4، الجزائر، 2013.
- 9- حسين حسين شحاتة، افتراءات على البنوك الإسلامية: شتان ما بين مصرف إسلامي ومصرف ربوي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، يصدرها بنك دبي الإسلامي، العدد الثالث، ديسمبر 1981.
- 10- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، كلية الاقتصاد جامعة دمشق، 2011.
- 11- حمزة طيوان، ماجدة مدوخ، متطلبات التكامل الوقائي بين المصارف الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 08، العدد 02، جوان، مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 2021.
- 12- دغوم هشام وقبالي عبد النور، آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 06، العدد 02، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي الجزائر، ديسمبر 2021.
- 13- راضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد 01، افريل 2018.
- 14- رائد نصري جميل أبو مؤنس وخديجة شوشان، شروط اعتبار السوق المالي سوقا إسلاميا، مجلة دراسات عدد الشريعة والقانون، الاردن، 2018.
- 15- ساجي فاطيمة، آليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 02، 2022.
- 16- سامي الحطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2008.
- 17- سعاد سطحي، أحكام الوديعة في المذهب المالكي، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر.
- 18- سعدي أحمد حميد الموسوي، تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس M^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة دراسة تطبيقية تحليلية في عينة - من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الرابع والعشرون.
- 19- سفيان حلوفي، صناديق الاستثمار الإسلامية كبديل لصناديق الاستثمار التقليدية دراسة حالة: صندوق سامبا كابتال للأسهم السعودية والراجحي للأسهم العالمية، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر 2021.
- 20- سليم جابو، نوال بن عمارة والطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 01، المجلد 10، أوت 2020، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي الجزائر.
- 21- سليمان ناصر وربيعه بن زايد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013.

قائمة المراجع

- 22- سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، السنة السابعة، العدد 21، جامعة الأزهر، 2003.
- 23- سمير عبد الغني محمود، "المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة البنوك، العدد الخامس، الأردن، 1989.
- 24- سمية إبراهيم أحمد، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مجلة العالمية للاقتصاد والاعمال، مجلد 9، العدد 1، 2020.
- 25- سهام بوداش وحكيم بوحرب، صناديق الاستثمار الإسلامية كآلية لدعم النشاط المصرفي الإسلامي-صناديق بنك الراجحي نموذجاً-. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 05، العدد 01، 2021.
- 26- شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة سطيف 1، 2014.
- 27- شوقي بورقية، و حمزة شاكر، دور الاسواق المالية في تفعيل التمويل بالمشاركة في المصارف الاسلامية. المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، المجلد 02 (العدد 02)، 2019.
- 28- صبرينة عتروس وسهيلة عتروس، استخدام منهجية box Jenkins للتنبؤ ببعض مؤشرات سوق الأسهم السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 23، جوان 2018.
- 29- عادل سالم محمد الصغير، صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها، مجلة المختار للعلوم الإنسانية، العدد 22، جامعة المختار، ليبيا، 2013.
- 30- عائشة بوثلجة وحمو زروقي آمال، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل القطاع الزراعي، مجلة الاقتصاد الحديث والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 01، 2018.
- 31- عبد الباسط عبد الصمد عليا وسليمان زواري فرحات، دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 02، 2019.
- 32- عبد الحليم غربي، "الموارد البشرية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مجلة الباحث، العدد 6، الجزائر، 2006.
- 33- عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 3، جوان 2010.
- 34- عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية نشأتها ووظائفها الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 21، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
- 35- عبد الوهاب صخري وسمية بن علي، دور منتجات الدالية الإسلامية في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة دراسة استكشافية على مستوى بنك البركة، بنك السلام، وبنك الخليج الجزائر، مجلة ابعاد اقتصادية، العدد 01، المجلد 11، 2021.
- 36- عمر الشريف، و نادية حماش ، صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة. مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، العدد 02، جوان 2015.
- 37- العيفة عبد الحق، طبيعة الملكية في هيكلية الصكوك الإسلامية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جوان 2018، جامعة سطيف.
- 38- فاطمة الزهراء سعيدي، الويزة قويدر، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة حالة صندوق الراجحي للاسهام السعودية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 5، العدد 10، سبتمبر 2018.
- 39- فريدة تلي والزهرة بن بركة، فعالية اصدار الصكوك الإسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للأسواق المالية الإسلامية ماليزيا، الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 01، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020.
- 40- فطيمة الزهراء فنازي، تقييم قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تعزيز نشاط الصناعة المالية الإسلامية- دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية وادارية، المجلد 06، العدد 03، 2019.

قائمة المراجع

- 41- قلمين محمد هشام، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق الأوراق المالية دراسة التجربة الاماراتية واسقاطها على الجزائر، مجلة ابن خلدون للابداع والتنمية، المجلد 01، العدد 02، 2019.
- 42- كريمة أبوشعالة وعزالدين حملة، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في السودان (2016-2018)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 74، جويلية 2018.
- 43- كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثالث، 2005.
- 44- لخضر بن أحمد والأمين لباز، الصيرفة التشاركية في الجزائر ودورها في دعم وتعزيز التنمية المستدامة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 3، المجلد 11، 2020.
- 45- مايا إبراهيم فتني، إبراهيم عبد الحليم عبادة وميساء منير ملحم، الصكوك وآثارها على السوق المالي الإسلامي: ماليزيا نموذجاً، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الثاني، ديسمبر 2019.
- 46- محمود يونس عبده عبد الحليم، صناديق الاستثمار المفهوم والتكييف النظامي والشرعي والأداء، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد السادس، 2010.
- 47- مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، 2014.
- 48- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010/2009.
- 49- منير الحكيم، صناديق الاستثمار، عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها، والعوامل المؤثرة على أدائها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 01، المعهد العربي، الأردن، 2011.
- 50- الياس خضير الحمدوني، فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية دراسة عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 35، العدد 112، سنة 2013.

المؤتمرات والندوات العلمية:

- 1- احمد بوراس وسعيد بريكة، كفاءة الاسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، الجزائر-يومي: 21/22 نوفمبر 2006 .
- 2- برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة الدالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013، جامعة قلمة .
- 3- بن عطية سفيان الشارف ومكاوي الحبيب، دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تنشيط فعالية أسواق المال الإسلامية، المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة سكيكدة، الجزائر، أبريل 2015.
- 4- جمال عمارة، تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006.
- 5- حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2003.
- 6- حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به، ورقة عمل مقدمة الى حلقة: الصكوك الإسلامية، طبيعتها وتطبيقها، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
- 7- حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2000.

قائمة المراجع

- 8- خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي. الجزائر: جامعة قلمة، 2012.
- 9- رشام كهينة، رزقي حياة، الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية الدولية - بورصة ماليزيا نموذجاً الفترة 2008-2020، مجلة دراسات وأبحاث، مجلد 13، العدد 05، جامعة أكلي محمد اولج البويرة، أكتوبر 2021.
- 10- سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مؤتمر الدولي الخامس حول: الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامية إدارة المخاطر تنظيم والاشراف، 06-08 أكتوبر، معهد الدراسات المصرفية، عمان ، 2012.
- 11- سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطور دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
- 12- صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 13- صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي 14 للمالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، .
- 14- صلاح الدين شريط وحجيلة بن وارث، دور وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر: المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث، 8-9 ديسمبر 2013.
- 15- صليحة عماري وآسيا سعدان، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013.
- 16- عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها وتطويرها، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سورية، دمشق، 2006.
- 17- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مداخلة مقدمة الى المؤتمر السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي 15-17 ماي 2005.
- 18- عبد القوي ردمان ومحمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، مداخلة مقدمة الى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية، دمشق، سوريا، 2009.
- 19- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. مداخلة مقدمة الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009.
- 20- عثمان بابكر أحمد: تجرية البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم، بحث رقم 94، البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1997م، 1418هـ.
- 21- فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1 - 5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26-30 أبريل 2009.
- 22- فوزية قديد، خيرة بلحمري، كفاءة صيغ التمويل الإسلامي في تعبئة الموارد المالية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الخامس عشر حول التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، يومي 17/18 ديسمبر 2019، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر.
- 23- كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد، الاسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005.

قائمة المراجع

- 24- محمد البلتاجي، "نحو بناء نموذج محاسبي لتقييم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية"، ندوة دولية حول نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية، دبي 3-5، سبتمبر 2005.
- 25- محمد البلتاجي، "نحو بناء نموذج محاسبي لتقييم وسائل الاستثمار في البنوك الإسلامية (المراجعة، المضاربة، المشاركة)"، الندوة الدولية (نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية)، دولة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 5-3 سبتمبر 2005.
- 26- محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
- 27- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، مداخلة مقدمة الى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005.
- 28- ولد عالي محمد الأمين، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية"، الطبعة الأولى. دار ابن حزم، بيروت، 2011.
- 29- وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحججي، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة، 2005.

التقارير

- 1- البنك المركزي السعودي، التقرير الاحصائي (sama.gov.sa) 2022.
- 2- التقرير السنوي، محفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية، 2023.
- 3- التقرير السنوي، محفظة البلاد للأسهم السعودية النقية، 2023.
- 4- التقرير السنوي، محفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل، 2023.
- 5- التقرير السنوي، محفظة الرياض الاسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة، 2023.
- 6- عبد كريم قندوز، عقود التمويل الإسلامية دراسات حالة، صندوق النقد العربي، 2019.
- 7- قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 65(7/3) بشأن عقد الاستصناع، دورة المؤتمر السادس، بجدة، المملكة العربية السعودية، الموافق لـ 9-14 ماي 1992.
- 8- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية راس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009.
- 9- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 178(4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر في إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، من 01 الى 05 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26 الى 30 ابريل 2009.
- 10- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم (12/2) قرارات وتوصيات المنبثقة عن منظمة التعاون الإسلامي، الدورات 2-24، القرارات 1-238، الإصدار الرابع 2019.
- 11- مجموعة تداول السعودي، التقرير الاحصائي السنوي، 2013-2022.
- 12- مجموعة تداول السعودية، التقرير السنوي 2013-2022.
- 13- المصرف المركزي الاماراتي، النشرة الإحصائية، 2013-2022.
- 14- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي، الامارات العربية المتحدة، 2013-2022.
- 15- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2022، السعودية 1443-1444 الموافق لـ 2022م.
- 16- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم: 17، صكوك الاستثمار.

قائمة المراجع

- 17- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2007.
- 18- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية: النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1439هـ (نوفمبر 2017م)، المنامة، البحرين، 1437هـ.

-المواقع الالكترونية:

- 1- حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتنفيذ الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية. جامعة الأزهر، 2009، تم الاسترداد من
<http://www.darelmashora.com/Search.aspx?q=%D8%B5%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D9%82%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%AB%D9%85%D8%A7%D8%B1>
- 2- الموقع الرسمي لبنك الجزائر على الرابط: <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/02-2020.pdf>
- 3- الموقع الرسمي لبنك الخليج الجزائر، <https://www.agb.dz/Islamique/organisation/presentation.html>
- 4- الموقع الرسمي لسوق ابوظبي للأوراق المالية <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>
- 5- الموقع الرسمي لسوق دبي المالي <https://www.dfm.ae/ar/discover-dfm/why-dfm>
- 6- موقع مريح morbeh، <https://morbeh.net/dubai-financial-market>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

Les ouvrages :

- 1- Andreas A.Jobst, The Economics Of Islamic Finance and Securitization, International monetary Fund, Washington United States, 2007.
- 2- Anthony Sunders And Marcia Millon. Financial markets Institutions. Published by MC GRAW-Hill, New York.2001.
- 3- B.Jacquillat et B.Slonik , Les marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques, 2 eme édition.paris DUNOD, 1993.
- 4- Bacon, R, Carl, Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution, John Wiley& Sons, England, 2004.
- 5- Badger.E. Ralph, Torgerson. w. Harold, Guthmann. G. harry, “investwnt principls and practices” 6th edition, Prentichall, 1969,p 53.
- 6- Bertrand Jacquillat et Bruno solnik, Marches financiers, gestion de portefeuille et des risques, Gauthier Villars ,2eme édition, Paris, 1994.
- 7- Bertrand Jaquillat, Burno Solnik, les marches financiers et la gestion de portefeuille, 2édition, dunod, Paris, France, 1976.
- 8- Bodie Zvi. Alex Kane. Alan Marcus, Investments 4th, ed Irwin, Mc Graw-Hill 1999, p607-608.
- 9- Brentani Christine, portfolio Management in practice Elsevier ltd, London, 2004.
- 10- Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, Financial Management Theory & Practice, 11th edition, South western, USA, 2005.
- 11- Cooper, Kerry and Fraser, Donald, The Financial Marketplce, second edition, Addison-Wesley Publishing Co, (1986).
- 12- David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002.
- 13- Dhafer Saidane, La finance islamique : à l’heure de mondialisation », éd REVU Banque, 2009.
- 14- Frederick Mish Kin, The Economics of Money Banking and Financial Markets ,3 ed Edition, Harper Collins Publishers, 1992.

- 15- Hassen Ben Ouhiba, les Banques Islamiques étude de positionnement, spécificités réglementaires et particularités d'audit, Islamic Business Researches center, 2015.
- 16- Imane Karich, Le système financier islamique : de la religion à la banque, Larcier, Bruxelles, 2002.
- 17- Iqbal, Zamir, and Abbas Mirakhor. An introduction to Islamic finance: Theory and practice. Vol. 687. John Wiley & Sons, 2011.
- 18- Islamic Banking and Finance: Principles and practices, Marifa Academy, 2014.
- 19- J. Fred Weston and Others. Essentials of Managerial Finance, 11th edition, Prentice hal, New York, 1996.
- 20- J. Teulie et topsa calian, Finance, Edition Vuibert, Paris.
- 21- Josette Peyrard: La Bourse, Vuibert, France, 1998.
- 22- Lahsasna, A., Hassan, M., & Rubi, A, Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules. Cham, Switzerland: Springer International Publishing Ag: Palgrave Macmillan, 2018.
- 23- Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille, analyse quantitative de rentabilité et des risques, Pearson éducation. 2004.
- 24- Pascal Grandin, Mesure de performance des fonds, méthode et résultat, Economica, France, 1998.
- 25- Patrick.Topscalian. Les indices boursieres sur actions, (paris economica,1996).
- 26- Peter Howells & Keith Bain, Financial Institutions Markets And money,3th edition, the Dryden brass, USA,1987.
- 27- Pierre Conso, La gestion de l'entreprise, 2ème édition, Dunod, Paris, 1989.
- practice- John Wiley & Sons, Singapore, 2007.
- 28- Russell. J, Fuller and James. L, Farrell. Jr, Modern Investment and Security Analysis, McGraw hill. U.S.A ,1987.
- 29- Vaughan Emmett and another. Fundamentals of risk and insurance johnwiley and sons 1999.

- **Les thèses**

- 1- Abderahman Mira, pratique du crédit- bail en Algérie : état des lieux et perspectives, Colloque national sur le financement par crédit-bail dans la loi algérienne, Faculté du droit et sciences politiques, université de Béjaia, 19/11/2018.
- 2- Abd-Karim Rahimie, Analysing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A Critical Review of The Malaysian Case, op-cit.
- 3- Bassam I.Azeb, The Performance of The Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, The University of Birmingham The Birmingham Business School, 2002 .
- 4- Lachemi siagh, le fonctionnement des organisations dans des milieux de culture intense : le cas des banques islamiques ; thèse de doctorat, Montréal ,2001.
- 5- Michaël Moaté, La Creation D'un Droit Bancaire Islamique, Thèse de doctorat, version 1 du 16 Nov 2012 université de la rochelle faculte de droit, science politique et gestion.

- **Les articles**

- 1- Ahmed Alharbi, Developement of The Islamic Banking System, Journal of Islamic Banking and Finance, Vol 3, No 01, American Research Institute for Policy Development, June 2015.
- 2- Elory Dimson, Massoud Mussavian, «A Brief History of Market Efficiency», WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 (March 1998).

- 3- Enrique Gelbard, Mumtaz Hussain, Rodolfo Maino, Yibin mu, and Etienne B. Yehoue , Islamic Finance in Sub-Saharan Africa: Status and Prospects, International Monetary Fund, (IMF Working Paper), August 2014.
- 4- Fama, Eugene. ,1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, 25.
- 5- Frédéric Herbie, Cat Herive Barillet. Octave Jokung, Pierre N’Gahane, Finance et placement, Armand calin, Avril,1998.
- 6- Ibrahim A. Onour, Testing Efficiency Performance of Saudi Stock Market, JKAU: Econ. & Adm., Vol. 23 No. 2.
- 7- Khelifa Halima, « la finance islamique : est-elle une alternative à la crise financière actuelle ? », revue des économies financières, bancaires et de management, vol 07, numéro 02, université Mohamed khider Biskra-Algérie. (2018).
- 8- M.Kabir, H., Alhenawi, Y., & Merdad, H. islamic versus conventional mutual funds performance in saudi arabia: a case study. islamic econ, 2010.
- 9- Monzer kahf , The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap, Islamic Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol: 4, No: 2, May 1997.
- 10- Muhammad Iman Sastra Mihajat, The Comparison between Musharakah Mutanaqishah and conventional leasing structures, Which One is better? Journal of Islamic Banking and Finance, Volume 33, Number 1, American Research Institute for Policy Development, Jan-March 2016.
- 11- Omar Imady & Hans Dieter Seibel, Principles and Products of Islamic Finance, Working Paper, No. 2006,1, Universität zu Köln, Arbeitsstelle für Entwicklungsländerforschung (AEF), Köln, 2006, p5.
- 12- Omar Salah, The Impact of the AAOIFI Resolution on Equity-Based Sukuk Structures, TISCO Working Paper Series on Banking, Finance and Services, TILBURG UNIVERSITY ,March 2011.
- 13- Rashidah Abdul Rahman, Fauziah Hanim Tafri, Yaseen AlJanadi, Instruments and Risks in Islamic Financial Institutions, Malaysian Accounting Review, Special Issue Vol. 9, No. 2, 11-21, 2010.
- 14- Shabbir, A., & Damayah, A. Comparative performance evaluation of islamic and conventional mutual in Saudi Arabia. Munich personal RePEc archive, 2019, Januari.
- 15- TAREK S. ZAHER, M. KABIR HASSAN, A Comparative Literature Survey of Islamic Finance and Banking. Financial Markets, Institutions & Instruments, V. 10, No. 4, November 2001.
- 16- The Substance and Form of Islamic Finance Instruments: An Accounting Perspective. Journal of Islamic Accounting and Business Research, Emerald Group Publishing Limited, Vol. 12, No. 6, pages 872-886, August 2021.
- 17- Toualbia Nihad, Metarref Aouatef, Bahloul Latifa, The Role of Islamic Sukuk in Financing Public Deficit and Infrastructure- Malaysia Project as a Model, Abaad Iktissadia Review, Vol: 10 No. 2, 2020.
- 18- Usmani, T, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, journal Of Islamic Economics21 ,N 02, 2009.
- **Les séminaires :**
- 19- Aktarzaite Abdul Azziz, Capital Market in Islamic Frame work: 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.
- 20- Asyraf Wajdi Dusuki, Challenges of Realizing Maqasid al-Shariah (Objectives of Shariah) in Islamic Capital Market: Special Focus on Equity-Based Sukuk, 3rd USM-ISDEV International Islamic Management Conference on Islamic Capital Market, Organised by

- Centre for Islamic Management Studies University Sains Malaysia; 28th & 29th October 2009, USM, Penang.
- 21- International Monetary Fund, Prepared by the Islamic Finance Task Team (IFTT), Islamic Finance in the National Accounts and External Sector Statistics, Remote Meeting March 7–10, 2022.
 - 22- Sahnoune Mahmoud, Lamraoui Hanane, Green Mudaraba Sukuk, Islamic finance: sukuk and takaful, ICISEF 2015 PROCEEDINGS, Volume III, Sakarya University, Turkey.
 - 23- Said Elfakhani, and M Kabîr Hassan, performance of islamic mutual funds, economic research forum, grand hyatt, cairo, egypt, 12 annual conference, 19-21 December, 2005.

- **Les rapports :**

- 1- Annual Report, Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity, 2023.
- 2- Annual Report, Hong Leong Dividend Fund, 2023.
- 3- bank negara malaysia (the central bank of malaysia) monetary and financial developments, 2023.
- 4- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2015.
- 5- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2018
- 6- Central bank of the U.A.E, Monetary, Banking & Financial Markets Developments, 2022
- 7- -ICD – Refinitiv Islamic Finance Development Report 2021.
- 8- Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2023
- 9- Securities & Commodities Authority, Annual Report, United Arab Emirates, 2013-2022.
- 10- Securities commission Malaysia, Annual Report part 5, Statements & statistics Activities , 2016
- 11- Securities commission Malaysia, Annual Report part 6, Statements & statistics, 2014-2022.
- 12- AAOIFI, Investment Funds .Bahreïn: Financial Accounting Standard, 2007.
- 13- Bilas. Bogdan, Portfolio Management (for institutional investors), CFA, CFA Romania, 2010.
- 14- Report of The Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions, OICV-IOSCO, July 2004.
- 15- Malaysia International Islamic Finance Centre (MIFC), Future Finance Malaysia: An Islamic Finance Marketplace Expertise Innovation Deal Flow, Bank Negara, Malaysia, 2017
- 16- Mansour Faye, Mansour Ndiaye, Les produits financiers islamiques : contribution à la diversification du paysage de la microfinance au Sénégal, janvier 2012, op-cit..
- 17- Mohamed El Qorchi, la finance islamique est en marche, finance et développement, decembre 2005, fonds monétaire international.
- 18- OICU_ IOSCO, Islamic Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organization of securities commissions, July 2004.
- 19- Suruhanjaya Sekuriti, securities commission, Guidelines on Islamic Capital Market Products and Services, Malaysia, 28 November 2022.
- 20- Zamir Iqbal, Islamic Financial Systems, a national of Pakistan, is an Information Officer in the World Bank's Treasury Information Services Department., Finance & Development / June 1997.
- 21- Annual Report, FAB Islamic MENA Growth Fund, march 2023.
- 22- Annual Report, Amlttikal Fund, august 2023.
- 23- Annual Report, Al Hilal GCC Equity Fund, monthly, october 2023.
- 24- Annual Report, Al Hilal global sukuk, november 2023.
- 25- Annual Report, Principal Islamic Lifetime Sukuk, november 2023.
- 26- Annual Report, FAB Sukuk Income Fund, december 2023

- **Sites web**

قائمة المراجع

- 1- DFMGI Historical Rates (DFMGI) - Investing.com
- 2- FTSE ADX General Historical Rates (FTFADGI) - Investing.com
- 3- Guide Pratique Des Concepts Et Théories Economiques publié par Desjardins études économiques, p 170. Disponible sur le site : <https://www.desjardins.com/ressources/pdf/table-des-matieres-f.pdf?resVer=1385155443000> , consulté le 14/05/2023.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01) سوق الأسهم السعودي

حساب معدل عائد اذون الخزينة السعودي

متوسط الفترة	Maturities فترات الاستحقاق				Average
	26 اسبوع	13 اسبوع	4 اسابيع	اسبوع	
2013	0,0058	0,0049	0,0028	0,0011	
2014	0,0058	0,0051	0,0032	0,0012	
2015	0,0053	0,0047	0,0031	0,0014	
2016	0,0118	0,0112	0,0096	0,0047	
2017	0,0127	0,0115	0,0093	0,0080	
2018	0,0224	0,0207	0,0192	0,0186	
2019	0,0244	0,0238	0,0232	0,0228	
2020	0,0092	0,0088	0,0083	0,0076	
2021	0,0062	0,0059	0,0056	0,0051	
2022	0,0254	0,0234	0,0211	0,0203	
المجموع	0,1290	0,1200	0,1054	0,0909	
المتوسط	0,012899045	0,012000025	0,010538388	0,00909137	
المعدل	$R_f=1.17\%$		0.0116986		

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق الاسهم السعودي

$(R_m - \bar{R})^2$	$(R_m - \bar{R})$	\bar{R}	R_m	السنوات
0,04104676	0,20260	0,0524	0,25500	2013
0,00579121	-0,07610	0,0524	-0,02370	2014
0,049729	-0,22300	0,0524	-0,17060	2015
0,00008464	-0,00920	0,0524	0,04320	2016
0,00252004	-0,05020	0,0524	0,00220	2017
0,00094249	0,03070	0,0524	0,08310	2018
0,00038025	0,01950	0,0524	0,07190	2019
0,00027556	-0,01660	0,0524	0,03580	2020
0,06046681	0,24590	0,0524	0,29830	2021
0,01527696	-0,12360	0,0524	-0,07120	2022
0,17651372			0.52	المجموع
0,132858466	الانحراف المعياري (δ_m) *			
0,017651372	تباين السوق δ_m^2			

الملحق 1-1

حساب الانحراف المعياري لمحفظة الأهلي المساهم للأسهم السعودية

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,050922436	0,22566	0,10554	0,3312	2013
0,000832900	0,02886	0,10554	0,1344	2014
0,037923668	-0,19474	0,10554	-0,0892	2015
0,020175362	-0,14204	0,10554	-0,0365	2016
0,011033402	-0,10504	0,10554	0,0005	2017
0,000652292	-0,02554	0,10554	0,08	2018
0,000699074	-0,02644	0,10554	0,0791	2019
0,000040196	-0,00634	0,10554	0,0992	2020
0,098382596	0,31366	0,10554	0,4192	2021
0,004629442	-0,06804	0,10554	0,0375	2022
0,225291364			1,06	المجموع
0,15009709	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,017787359	التباين المشترك			
0,0176514	تباين السوق			
1,007704047	بيتا (β) *			

حساب الانحراف المعياري لمحفظة الأهلي متعدد الأصول متوازن

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,015916346	-0,12616	0,04736	-0,0788	2013
0,006438458	0,08024	0,04736	0,1276	2014
0,003029402	0,05504	0,04736	0,1024	2015
0,009514052	0,09754	0,04736	0,1449	2016
0,003938818	-0,06276	0,04736	-0,0154	2017
0,002749954	0,05244	0,04736	0,0998	2018
0,00121522	-0,03486	0,04736	0,0125	2019
0,005192644	-0,07206	0,04736	-0,0247	2020
0,001580858	-0,03976	0,04736	0,0076	2021
0,002534116	0,05034	0,04736	0,0977	2022
0,052109864			0,47	المجموع
0,072187162	الانحراف المعياري (δ_p)			
-0,005555969	التباين المشترك			
0,01765137	تباين السوق			
-0,314761347	بيتا (β) *			

* حساب معامل بيتا

$$\beta = \frac{COV(R_p, R_m)}{\delta_m^2}$$

الملحق 1-2

حساب الانحراف المعياري لمحفظة الراجحي للأسهم السعودية للدخل

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,038726304	0,19679	0,10801	0,3048	2013
0,008447448	-0,09191	0,10801	0,0161	2014
0,055606356	-0,23581	0,10801	-0,1278	2015
0,000671328	-0,02591	0,10801	0,0821	2016
0,003446864	-0,05871	0,10801	0,0493	2017
0,000053144	0,00729	0,10801	0,1153	2018
0,000243672	-0,01561	0,10801	0,0924	2019
0,008703024	0,09329	0,10801	0,2013	2020
0,054891804	0,23429	0,10801	0,3423	2021
0,010755764	-0,10371	0,10801	0,0043	2022
0,181545709			1,08	المجموع
0,134738899	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,017143651	التباين المشترك*			
0,01765137	تباين السوق			
0,971236284	بيتا (β)			

حساب الانحراف المعياري لمحفظة البلاد للأسهم السعودية النقية

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0.0545129	0.23348	0.08552	0.3190	2013
0.0001828	-0.01352	0.08552	0.0720	2014
0.0522214	-0.22852	0.08552	-0.1430	2015
0.0044249	-0.06652	0.08552	0.0190	2016
0.0175616	-0.13252	0.08552	-0.0470	2017
0.0000124	-0.00352	0.08552	0.0820	2018
0.0098963	0.09948	0.08552	0.1850	2019
0.0004614	0.02148	0.08552	0.1070	2020
0.0455737	0.21348	0.08552	0.2990	2021
0.0152078	-0.12332	0.08552	-0.0378	2022
0.20005514			0.86	المجموع
0.141440848	الانحراف المعياري (δ_p)			
0.017576868	التباين المشترك			
0.01765137	تباين السوق			
0.995779251	بيتا (β)			

* حساب التباين المشترك

$$Cov(R_i, R_m) = \sum P_{im} \delta_i \delta_m$$

الملحق رقم (02) البورصة الماليزية

حساب معدل عائد اذون الخزينة الماليزية

Maturities فترات الإستحقاق			متوسط الفترة
12M 12 شهرا	6M 6 شهور	3M 3 شهور	Average
0,02996	0,03002	0,02997	2013
0,03175	0,03166	0,03125	2014
0,03059	0,02983	0,03109	2015
0,02510	0,02576	0,02758	2016
0,03055	0,03016	0,02902	2017
0,03304	0,03262	0,03231	2018
0,03005	0,03063	0,03134	2019
0,01793	0,02656	0,02021	2020
0,01815	0,01812	0,01757	2021
0,02986	0,02878	-	2022
0,27698	0,28413	0,25032	المجموع
0,027698	0,028413	0,027813	المتوسط
$R_f=2.80\%$	0,02797		المعدل

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر البورصة الماليزية KLCI

$(R_m - \bar{R})^2$	$(R_m - \bar{R})$	\bar{R}	R_m	السنوات
0,013399	0,11575	-0,01036	0,10540	2013
0,002140	-0,04626	-0,01036	-0,05662	2014
0,000822	-0,02867	-0,01036	-0,03903	2015
0,000386	-0,01965	-0,01036	-0,03000	2016
0,010987	0,10482	-0,01036	0,09446	2017
0,002378	-0,04876	-0,01036	-0,05912	2018
0,002487	-0,04987	-0,01036	-0,06023	2019
0,001194	0,03456	-0,01036	0,02420	2020
0,000693	-0,02632	-0,01036	-0,03668	2021
0,001267	-0,03560	-0,01036	-0,04596	2022
0,035754			-0,10358	المجموع
0,0597944	الانحراف المعياري* (δ_m)			
0,0035754	تباين السوق δ_m^2			

الملحق 1-2

حساب الانحراف المعياري لحفظة Principal Islamic Asia Pacific Dynamic Equity

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,000273241	-0,01653	0,07443	0,0579	2013
0,000787925	0,02807	0,07443	0,1025	2014
0,005516033	0,07427	0,07443	0,1487	2015
0,004862273	-0,06973	0,07443	0,0047	2016
0,027182117	0,16487	0,07443	0,2393	2017
0,058578521	-0,24203	0,07443	-0,1676	2018
0,011896265	0,10907	0,07443	0,1835	2019
0,064856809	0,25467	0,07443	0,3291	2020
0,000021437	-0,00463	0,07443	0,0698	2021
0,088821881	-0,29803	0,07443	-0,2236	2022
0,262796501			0,74	المجموع
0,162109994	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,003920569	التباين المشترك			
0,003575374	تباين السوق			
1,09654788	بيتا (β) *			

حساب الانحراف المعياري لحفظة Principal Islamic Lifetime Sukuk

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,00039561	-0,01989	0,03839	0,0185	2013
0,00000048	-0,00069	0,03839	0,0377	2014
0,00000955	-0,00309	0,03839	0,0353	2015
0,00014424	0,01201	0,03839	0,0504	2016
0,00006577	0,00811	0,03839	0,0465	2017
0,00003982	0,00631	0,03839	0,0447	2018
0,00215389	0,04641	0,03839	0,0848	2019
0,00016154	0,01271	0,03839	0,0511	2020
0,00121034	-0,03479	0,03839	0,0036	2021
0,00073387	-0,02709	0,03839	0,0113	2022
0,00491511			0,38	المجموع
0,022170045	الانحراف المعياري (δ_p)			
-0,00018706	التباين المشترك			
0,003575374	تباين السوق			
-0,052318974	بيتا (β) *			

$$\beta = \sum \frac{COV(R_p, R_m)}{\delta_m^2}$$

* حساب معامل بيتا

حساب الانحراف المعياري لمحظة Hong Leong Dividend Fund

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,000162563	-0,01275	0,104450	0,0917	2013
0,011183063	-0,10575	0,104450	-0,0013	2014
0,000126563	-0,01125	0,104450	0,0932	2015
0,001040063	-0,03225	0,104450	0,0722	2016
0,016965063	0,13025	0,104450	0,2347	2017
0,027939123	-0,16715	0,104450	-0,0627	2018
0,000945562	0,03075	0,104450	0,1352	2019
0,027175523	0,16485	0,104450	0,2693	2020
0,041148123	0,20285	0,104450	0,3073	2021
0,039820203	-0,19955	0,104450	-0,0951	2022
0,166505845			1,04	المجموع
0,129037144	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,003210495	التباين المشترك			
0,003575374	تباين السوق			
0,897946771	بيتا (β)			

حساب الانحراف المعياري لمحظة AMLTTIKAL FUND

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,01373584	0,1172	0,01430	0,1315	2013
0,00861184	0,0928	0,01430	0,1071	2014
0,00418609	-0,0647	0,01430	-0,0504	2015
0,00128164	0,0358	0,01430	0,0501	2016
0,00069696	0,0264	0,01430	0,0407	2017
0,00423801	-0,0651	0,01430	-0,0508	2018
0,00127449	-0,0357	0,01430	-0,0214	2019
0,01010025	0,1005	0,01430	0,1148	2020
0,00182329	-0,0427	0,01430	-0,0284	2021
0,02706025	-0,1645	0,01430	-0,1502	2022
0,07300866			0,14	المجموع
0,085445105	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,002860018	التباين المشترك			
0,003575374	تباين السوق			
0,800	بيتا (β)			

الملحق رقم (03) سوق الإمارات للأوراق المالية

حساب معدل عائد اذون الخزينة الإماراتية

Maturities فترات الإستحقاق			متوسط الفترة
12M 12 شهرا	6M 6 شهور	3M 3 شهور	Average
1,361427	1,193215	0,983484	2013
1,094379	0,923893	0,738758	2014
1,119997	0,931306	0,781016	2015
1,731617	1,410440	1,160563	2016
2,174794	1,745312	1,514518	2017
3,119026	2,709866	2,440054	2018
2,874388	2,734873	2,567182	2019
1,265356	1,107010	0,964903	2020
0,551093	0,485670	0,362182	2021
3,107504	2,739199	2,271537	2022
18,399580	15,980783	13,784197	المجموع
1,839958	1,598078	1,378420	المتوسط
$R_f=1.61\%$			المعدل

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق أبوظبي للأوراق المالية

$(R_m - \bar{R})^2$	$(R_m - \bar{R})$	\bar{R}	R_m	السنوات
0,213227528	0,46177	0,16899386	0,630760	2013
0,012853446	-0,11337	0,16899386	0,055621	2014
0,047497493	-0,21794	0,16899386	-0,048945	2015
0,012877849	-0,11348	0,16899386	0,055513	2016
0,04061511	-0,20153	0,16899386	-0,032538	2017
0,002655991	-0,05154	0,16899386	0,117458	2018
0,01857728	-0,13630	0,16899386	0,032695	2019
0,030622533	-0,17499	0,16899386	-0,005999	2020
0,263608991	0,51343	0,16899386	0,682423	2021
0,001153158	0,03396	0,16899386	0,202952	2022
0,643689379			1,68994	المجموع
0,253710342	الانحراف المعياري* (δ_m)			
0,064368938	تباين السوق δ_m^2			

حساب الانحراف المعياري لمحفظة Al Hilal GCC Equity Fund

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,04359744	0,2088	0,0402	0,249	2013
0,00000001	0,0001	0,0402	0,0403	2014
0,03763600	-0,1940	0,0402	-0,1538	2015
0,00010000	-0,0100	0,0402	0,0302	2016
0,00407044	-0,0638	0,0402	-0,0236	2017
0,00219024	-0,0468	0,0402	-0,0066	2018
0,00017689	0,0133	0,0402	0,0535	2019
0,00000004	0,0002	0,0402	0,0404	2020
0,03648100	0,1910	0,0402	0,2312	2021
0,00976144	-0,0988	0,0402	-0,0586	2022
0,1340135			0,40	المجموع
0,115764	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,024795202	التباين المشترك			
0,12414349	تباين السوق			
0,199730179	بيتا (β) *			

حساب الانحراف المعياري لمحفظة Al Hilal global sukuk

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,002401	-0,0490	-0,01300	-0,062	2013
0,004225	0,0650	-0,01300	0,052	2014
0,000361	-0,0190	-0,01300	-0,032	2015
0,000676	0,0260	-0,01300	0,013	2016
0,000169	0,0130	-0,01300	0	2017
0,001296	-0,0360	-0,01300	-0,049	2018
0,015876	0,1260	-0,01300	0,113	2019
0,000196	-0,0140	-0,01300	-0,027	2020
0,000025	0,0050	-0,01300	-0,008	2021
0,013689	-0,1170	-0,01300	-0,13	2022
0,038914			-0,13	المجموع
0,062381087	الانحراف المعياري (δ_p)			
-0,00456997	التباين المشترك			
0,12414349	تباين السوق			
-0,036811997	بيتا (β) *			

$$\beta = \sum \frac{COV(R_p, R_m)}{\delta_m^2}$$

* حساب معامل بيتا

حساب الانحراف المعياري لمحفظة FAB Islamic MENA Growth Fund

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,36882544	0,6073	0,12729	0,7346	2013
0,00913745	-0,0956	0,12729	0,0317	2014
0,06194623	-0,2489	0,12729	-0,1216	2015
0,00101697	-0,0319	0,12729	0,0954	2016
0,02157667	-0,1469	0,12729	-0,0196	2017
0,00010384	-0,0102	0,12729	0,1171	2018
0,00000778	-0,0028	0,12729	0,1245	2019
0,01990639	-0,1411	0,12729	-0,0138	2020
0,03980424	0,1995	0,12729	0,3268	2021
0,01676766	-0,1295	0,12729	-0,0022	2022
0,53909267			1,27	المجموع
0,23218	الانحراف المعياري (δ_p)			
0,050236913	التباين المشترك			
0,064368938	تباين السوق			
0,780452724	بيتا (β)			

حساب الانحراف المعياري لمحفظة FAB Sukuk Income Fund

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0,00015203	0,0123	0,01647	0,0288	2013
0,00038142	0,0195	0,01647	0,036	2014
0,00021521	-0,0147	0,01647	0,0018	2015
0,00038142	0,0195	0,01647	0,036	2016
0,00000980	0,0031	0,01647	0,0196	2017
0,00004058	-0,0064	0,01647	0,0101	2018
0,00570478	0,0755	0,01647	0,092	2019
0,00009467	0,0097	0,01647	0,0262	2020
0,00033746	-0,0184	0,01647	-0,0019	2021
0,01007414	-0,1004	0,01647	-0,0839	2022
0,0173915			0,16	المجموع
0,041703	الانحراف المعياري (δ_p)			
-0,00206796	التباين المشترك			
0,064368938	تباين السوق			
-0,032126669	بيتا (β)			