

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية واقتصاد دولي

الأسواق المالية في الدول الإسلامية  
"معالم الواقع وآفاق المستقبل"  
دراسة تجربة السوق المالي الماليزي

إعداد الطالبة:

نورة بومدين

تحت إشراف:

د. جمال الدين سحنون

لجنة المناقشة

أ. د. عبد الكريم البشير.....رئيسا

د. جمال الدين سحنون.....مشرفا ومقررا

د. محمد زيدان.....ممتحنا

د. علي بطاهر.....ممتحنا

د. عاشور مزريق.....ممتحنا

السنة الجامعية 2011-2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا تَحْمِلْ  
عَلَيْنَا إِصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ عَلَى الَّذِينَ مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا  
تَحْمِلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ <sup>ط</sup> وَأَعْفُ عَنَّا وَارْحَمْنَا  
أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ ﴿٢٨٦﴾ "

## شكر وتقدير

الحمد لله الذي علّم الإنسان ما لم يعلم، وامتن عليّ عباده المؤمنين ببعثة الرسول الصادق الأمين وأخبرهم عليّ لسانه بما كان وما يكون إلى يوم الدين، وأخرجهم به من ظلمات الكفر والجهل إلى نور الإيمان والعلم واليقين. أشكره وأثني عليه، إذ أمانني ويسر لي السبيل ووفّقني في إعداد هذه المذكرة، وبمقتضى واجب الاعتراف بالفضل أذكر بكل الخير والعرفان وأسمى معاني الوفاء والتقدير عائلتي الكريمة التي كانت سبب الوحي بعد الله في إتمام دراستي.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أستاذي الكريم، الفاضل جمال الدين سحنون عليّ منحي فرصة نقش اسمه عليّ أول صفحة من مذكرتي وتفضل سيادته بالموافقة عليّ الإشراف عليّ هذه المذكرة، فيزاه الله مني خير جزاء وأمده بموفور الصحة والعافية.

أشكر كذلك كل من ساهم في مساهماتي لإنجاز هذا العمل المتواضع سواء من قريب أو من بعيد

وأخيراً، فإنه إذا كنت قد وفّقت في إنجاز هذا العمل، فما توفّقتي إلا بالله، أما إذا كان هناك ثمة خطأ أو قصور - وهذا أمر أكيد - فإنني أتذكر دوماً قول القائل حين قال: "لِكُلِّ شَيْءٍ إِذَا مَا تَمَّ نَقْصَانٌ....."

## الإهداء

إلى كل من أحببتهم في الله فأحبوني  
في الذي أحببتهم فيه

اللهم ارزقنا حبك وحب من ينفقنا به عندك

اللهم رزقتنا مما نحب فاجعله قوة لنا فيما نحب

الطالبة: نورة بومدين

الفهرس

	كلمة شكر وتقدير
	الإهداء
II	فهرس المحتويات .....
IV	قائمة الجداول والأشكال .....
VI	قائمة الملاحق .....
أ- ح	مقدمة .....
02	<b>الفصل الأول : عموميات الأسواق المالية</b> .....
02	تمهيد .....
03	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.....
03	المطلب الأول : مفهوم السوق المالي.....
05	المطلب الثاني : أهمية ووظائف الأسواق المالية.....
09	المطلب الثالث: أقسام السوق المالي.....
09	I. سوق النقد .....
10	II. سوق رأس المال.....
15	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.....
15	المطلب الأول : الأدوات المالية التقليدية .....
15	I. أدوات السوق النقدي.....
17	II. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.....
24	المطلب الثاني: الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات).....
24	I. تعريف المشتقات المالية: .....
25	II. أنواع عقود المشتقات المالية: .....
29	III. مخاطر المشتقات المالية.....
30	المبحث الثالث : مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية.....
30	المطلب الأول: عموميات عن مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية: .....
30	I. ماهية المخاطر المالية: .....
33	II. إدارة المخاطر المالية.....
34	III. أدوات إدارة المخاطر المالية .....
35	المطلب الثاني: المشتقات المالية واستخداماتها لإدارة المخاطر.....
35	I. التوريق واستخدامه للتحوط وإدارة المخاطر.....

37	المطلب الثالث: نماذج من تقلبات الأسواق المالية
37	I. الأزمة العالمية الكبرى في الثلاثينات:
37	II. أزمة الإثنين الأسود ( أزمة أكتوبر 1987):
38	III. أزمة وول ستريت العام 1989:
39	IV. التقلبات التي عرفتها فترة التسعينات:
40	V. تقلبات الألفية الثالثة:
43	..... خلاصة الفصل الأول.
45	<b>الفصل الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية.....</b>
45	<b>تمهيد</b>
46	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، النشأة، التطور والخصائص...
46	المطلب الأول: واقع اقتصاديات الدول الإسلامية.....
47	I. الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية.....
48	II. الديون الخارجية.....
49	III. الاستثمار الأجنبي المباشر.....
50	المطلب الثاني: تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية في دول إسلامية.....
50	I. نماذج من أسواق رأس المال في دول إسلامية عربية.....
55	II. نماذج من أسواق رأس المال في دول إسلامية غير عربية.....
56	المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية القائمة في الدول الإسلامية.....
59	<b>المبحث الثاني: تطور أداء أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية.....</b>
59	المطلب الأول: تحليل أداء نماذج مختارة من أسواق الأوراق المالية لدول إسلامية.....
59	I. رسملة السوق.....
64	II. عدد الشركات المدرجة.....
66	III. القيمة المتداولة في أسواق بلدان المنظمة، 2010-1990.....
70	المطلب الثاني: معوقات أسواق المال في الدول الإسلامية.....
70	I. المعوقات المتعلقة باقتصاديات الدول الإسلامية.....
71	II. المعوقات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية.....
73	المبحث الثالث: تفعيل أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية
73	المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالية الإسلامية.....



75	I. مفهوم السوق المالية الإسلامية.....
76	II. مبادئ السوق المالية الإسلامية.....
78	III. وظائف السوق المالية الإسلامية.....
78	IV. أهمية تفعيل السوق المالية الإسلامية.....
80	المطلب الثاني: تطور التعامل بأدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
80	I. تقييم الأدوات المالية التقليدية في ضوء المعايير الشرعية.....
84	II. الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية).....
88	III. ملامح تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
92	المطلب الثالث: مقومات، تحديات سوق الأوراق المالية الإسلامية ومتطلبات تنميتها وتفعيلها.....
92	I. مقومات قيام، تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية.....
93	II. تحديات إقامة وتنمية أسواق الأوراق المالية الإسلامية:.....
94	III. متطلبات تنمية وتفعيل أسواق الأوراق المالية الإسلامية.....
97	.....خلاصة الفصل الثاني.....
99	<b>الفصل الثالث: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....</b>
	تمهيد
100	<b>المبحث الأول: النظام المالي في ماليزيا.....</b>
100	المطلب الأول: طبيعة النظام المالي الماليزي.....
101	I. النظام المالي في ماليزيا وبداية التوجه الإسلامي.....
104	المطلب الثاني: السوق المالي الماليزي.....
105	I. نشأة وتطور سوق رأس المال الماليزي.....
106	II. أقسام سوق رأس المال الماليزي.....
108	المطلب الثاني: الجهات الرقابية على سوق رأس المال الماليزي.....
109	I. الجهة الرقابية العليا لسوق رأس المال في ماليزيا.....
106	II. الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال في ماليزيا.....
111	<b>المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....</b>
111	المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، النشأة، المميزات والتطور.....
112	I. سوق المال الإسلامي بين المصارف.....
113	II. سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....

119	المطب الثاني: أدوات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....
119	I. أدوات الملكية الإسلامية.....
124	II. الصكوك الإسلامية.....
125	III. خدمات الوساطة.....
126	المطلب الثالث: النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.....
129	المبحث الثالث: تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
129	المطلب الأول: تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
127	I. تطور السوق النقدي الإسلامي الماليزي.....
130	II. تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
137	المطلب الثاني: عوامل نجاح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
139	المطلب الثالث: تحديات وآفاق سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
139	I. تحديات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
141	II. آفاق سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في آفاق 2020.....
143	خلاصة الفصل الثالث.....
146	خاتمة.....
151	قائمة المراجع.....
170	الملاحق.....

## قائمة الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
39	الأزمات التي عرفتتها فترة التسعينات	1-1
47	حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية (1990-2009)	1-2
60	رسملة البلدان الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي (1990-2010)	2-2
65	عدد الشركات المحلية المسجلة في بورصات بلدان المنظمة (2010-1990)	3-2
67	القيمة المتداولة في أسواق بلدان المنظمة (2010-1990)	4-2
68	بلدان المنظمة ضمن أكبر 40 بلدا في العالم للعام 2001	5-2
116-115	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	1-3
128	تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال (2000-2010)	2-3
130-129	تطور صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2000-2010)	3-3
142	آفاق نمو سوق رأس المال الإسلامي بحلول العام 2020	4-3

ثانياً: قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
14	التصنيف الأكثر شيوعاً للأسواق المالية	1-1
106	الهيكل التنظيمي لسوق المال الماليزي	1-3
114	أهمية تكامل مختلف عناصر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا	2-3
120	أدوات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	3-3
128	سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ودور هيئة الأوراق المالية في تطويره	4-3
130	تطور سوق النقد الإسلامي ما بين المصارف في ماليزيا (IIMM) خلال الفترة (1994-2010)	5-3
132	عدد الأسهم في سوق رأس المال الماليزي خلال سنتي (2000-2010)	6-3
134	نمو السندات الإسلامية والتقليدية في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من (2000-2009)	7-3

# قائمة الجداول والأشكال

# قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
1-2	أسواق الأسهم في دول منظمة المؤتمر الإسلامي (جوان 2010)	64
2-2	تطور القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	90
3-2	مجموع إصدارات الصكوك (السيادية، غير السيادية، الشركات)، بجميع العملات (2010-2001)	90
4-2	عدد الصكوك المدرجة وغير المدرجة في دول (OIC) خلال شهر جوان 2010	90
1-3	تطور صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا	101
2-3	تطور إصدار السندات في ماليزيا (2009-1990)	134

مقدمة

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بارزاً في التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية من خلال الإيفاء بالمتطلبات التمويلية اللازمة لها، خاصة في الدول المتقدمة، نظراً لاتساع دائرة النشاط الاقتصادي من جهة، وحاجة الإنتاج إلى تجميع موارد مالية ضخمة تفوق قدرات المدخرين الأفراد، من جهة أخرى، من خلال تجميع الموارد المالية وتحويلها من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وإتاحة فرص استثمارية متنوعة. ونظراً للأهمية الكبيرة لأسواق الأوراق المالية على المستويين الكلي والجزئي، نجد أن معظم دول العالم الإسلامي، على غرار باقي دول العالم، تعمل جاهدة على تطويرها وتنميتها. وفي كل مرة كانت تنشأ فيها أسواق الأوراق المالية في دول العالم الإسلامي إلا وكان ذلك وفقاً لنموذج السوق المالية الغربية فكانت التبعية الشبه المطلقة في الأنظمة المالية داخل هذه الدول من حيث الهيكل المالي، نمط الإدارة، نوع الأدوات المالية الاستثمارية،...

ولأن نشأتها كانت وفق النموذج الرأسمالي التقليدي الذي لا يتوافق مع الطبيعة الفكرية والاقتصادية والاجتماعية الخاصة بالدول الإسلامية، ناهيك عن اختلافاتها عن العقائد الدينية للمجتمعات في هذه الدول. إضافة إلى تعدد الأزمات التي عرفها النظام المالي الرأسمالي، والتي كان لها دوماً انعكاسات في شكل آثار سلبية على اقتصاديات بلدان العالم الإسلامي كنتيجة حتمية لتبعية أنظمتها المالية لنموذج الأنظمة المالية الغربية، فقد سعت معظم دول العالم الإسلامي إلى تصحيح أنظمتها المالية، لتجنب أو على الأقل التقليل من الآثار السلبية لتلك الأزمات. ومن بين أهم الإجراءات التصحيحية للأنظمة المالية القائمة في دول العالم الإسلامي هو الرجوع إلى العمل بضوابط النموذج الإسلامي للنظام المالي.

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 واحدة من أزمات النظام المالي الرأسمالي التي لا زالت تعيش تبعاتها معظم الدول الإسلامية على غرار باقي دول العالم والتي ثبت من خلالها هشاشة النظام المالي التقليدي.

اتضح من خلال الأزمة المالية العالمية (2008)، وحتى في أعقابها، بروز أهمية نظام مالي ذي طبيعة مغايرة تماماً للنظام المالي التقليدي، وقد تأكدت قدرته على الصمود في وجه الأزمات، ويتضح ذلك جلياً من خلال تطور هذا النظام بمختلف عناصره من خدمات المصرفية الإسلامية، خدمات التكافل، أسواق نقد وأسواق رأس المال الإسلاميين، ولا شك أن تبني الكثير من دول العالم (حتى من الدول غير الإسلامية) لفكرة المنتجات المالية الإسلامية (أسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية، الصكوك، صناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية، مؤشرات إسلامية،...) يوضح أن هذا النظام يعطي بديلاً جيداً نتيجة انضباطه الكبير بالأحكام الشرعية على عكس ما هو حاصل في النظام المالي التقليدي.

ومن هنا ظهرت حاجة دول العالم الإسلامي إلى البحث في سبل تفعيل أسواق أوراقها المالية وفق ضوابط النظام المالي الإسلامي لتجنب أو على الأقل التقليل من حدة صدمات أسواق الأوراق المالية التقليدية.



## أهمية الموضوع:

تتمثل أهمية الموضوع في أن الاقتصاد الإسلامي ككل يتمتع بمرونة فائقة تمكنه من تقديم الحلول التمويلية والاستثمارية التي تلي كافة احتياجات الدول والمؤسسات والأفراد دون تأثيرات سلبية على الاقتصاديات الوطنية والتي تعاني منها الكثير من الدول نتيجة اللجوء إلى الأدوات المالية التقليدية التي لا تخلو من انعكاسات سلبية يعترف بها الخبراء الاقتصاديون الغربيون، ويمكن إجمال أهمية الموضوع في النقاط التالية:

- دور أسواق الأوراق المالية في الإيفاء بالمتطلبات التمويلية لعملية التنمية الاقتصادية، من خلال تسهيل عملية الربط بين وحدات العجز ووحدات الفائض وكذا إشراك القطاع الخاص في ذلك.

- تدني كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية، وكثرة التذبذبات والانحرافات التي عرفتها، نتيجة لتبنيها النموذج الرأسمالي، هذا الأخير الذي يختلف كلياً عن الطبيعة الفكرية والعقائد الدينية السائدة في هذه الدول.

- ارتباط الأزمات المالية بمشاشة النظام المالي الرأسمالي، هذا الأخير الذي يقوم على مبدأ الحياد الديني، مما ساهم في انتشار الممارسات اللاأخلاقية كالمضاربة والمقامرة، والتعامل بالمشقات الحرة... الخ. على العكس من ذلك كله نجد أن النظام الإسلامي له توجه ديني وأخلاقي محدد ينعكس في الضوابط الخلقية والقيود الشرعية التي تستمد جميعها من كتاب الله وسنة نبيه عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم.

- بروز نظام مالي ذي طبيعة مغايرة تماماً للنظام المالي التقليدي، من خلال زيادة الاهتمام بالتعامل بالأدوات المالية الإسلامية، هذه الأخيرة التي تبين ثباتها حتى في خضم الأزمة المالية العالمية (أزمة عام 2008) من خلال محدودية تأثيرات الأزمة عليها.

- تعتبر التجربة الماليزية رائدة في مجال نظام التمويل الإسلامي بمختلف عناصره، خاصة ما يتعلق بسوق الأوراق المالية، وتؤكد ماليزيا أن الهدف النهائي للنظام المالي الإسلامي على الصعيدين المحلي والدولي هو تصحيح وتطبيق نظام اقتصادي يكون داعماً للعدالة الاقتصادية، فالمجتمعات الإسلامية تتمتع بالميزة التنافسية التي تؤهلها للقيام بذلك بالنظر إلى أن القيم الإسلامية قائمة على الفضيلة والعدالة. ويتطلب تحقيق هدف التمويل الإسلامي كميزة تنافسية إحداث تغيير جذري في الثقافة السائدة وإعادة هيكلة المؤسسات المالية من خلال توفير البيئة القانونية والتنظيمية اللازمة لذلك.

## الهدف من الموضوع:

جاءت دراسة موضوع الأسواق المالية في الدول الإسلامية -معالم الواقع وآفاق المستقبل- مع التطرق لسوق رأس المال الماليزي الإسلامي، وذلك بالتركيز على سوق الأوراق المالية، لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- التطرق إلى الإطار النظري لأسواق المالية التقليدية ومن ثمَّ عرض واقع هذه الأخيرة في الدول الإسلامية.
- عرض صور من أزمات النظام المالي التقليدي، والتي يتبين من خلالها هشاشة النظم المالية الوضعية، وتأثير ذلك على الدول الإسلامية باعتبارها جزءاً من المنظومة المالية العالمية، ومن هنا كانت ضرورة البحث عن النظام المالي الكفاء القادر على معالجة اختلالات النظام المالي التقليدي.
- عرض موجز لإمكانيات الدول الإسلامية لتطوير أسواق أوراقها المالية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية.
- عرض التجربة الماليزية المتعلقة بتأسيس سوق رأس مال إسلامي ومحاولة تبيين عوامل نجاح هذه التجربة، ومن شأن دراسة هذه الحالة الاستفادة منها في التطبيق على الدول الإسلامية بشكل يساهم في تحقيق تطور في أسواق أوراقها المالية.
- الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بمقومات متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية وكذا عوامل نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية.

### الإشكالية الرئيسية:

بناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما هو واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية؟ وما مدى إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في خلق سوق أوراق مالية إسلامية؟

### الأسئلة الفرعية:

- لتسهيل وتبسيط الإجابة على التساؤل الرئيسي المذكور أعلاه تم وضع مجموعة من الأسئلة الفرعية كما يلي:
- ما هو الإطار النظري للأسواق المالية التقليدية؟
- ما هو واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية؟
- ما هي مقومات ومتطلبات تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية في ظل آلية السوق المالية الإسلامية؟
- ما مدى إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء وتطوير سوق أوراق مالية إسلامية؟

### فرضيات الدراسة:

كإجابة أولية للأسئلة الفرعية، يمكن صياغة مجموعة من الفرضيات في النقاط التالية:

- الأسواق المالية هي آلية لتبادل الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما عارض للورقة المالية والآخر طالب لهذه الورقة. وهي مبنية في تعاملاتها على معدل العائد

- تتميز أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية بتدني أدائها مقارنة بتلك الموجودة في الأسواق المتقدمة بسبب اعتماد هيكلها على أسس ومبادئ النظام الرأسمالي التقليدي.
- تتوفر للدول الإسلامية مقومات جيدة يمكن الاستفادة منها لتبني نهج السوق المالية الإسلامية كآلية لتطوير أسواق أوراقها المالية، والسوق المالية الإسلامية هي آلية يتم من خلالها التعامل بمجموعة من الأدوات وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية.
- تعتبر التجربة الماليزية رائدة من نوعها في مجال إنشاء وتطوير سوق أوراقها المالي الإسلامي، نتيجة لتبنيها نهج التدرج في تبني نظام مالي إسلامي شامل والذي كان وفق خطة استراتيجية واضحة المعالم.

### منهج الدراسة:

طبيعة الموضوع تقتضي ضرورة الاعتماد على المنهج الاستنباطي، بأداتي التوصيف والتحليل، وذلك بغرض وصف الإطار النظري للسوق المالية التقليدية وكذلك الإطار الشرعي للسوق المالية الإسلامية، أما أداة التحليل فقد تم الاعتماد عليها لتحليل الجداول والأرقام الخاصة بتطور أداء نماذج من أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وكذا تحليل تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا،

### الدراسات السابقة:

سوق الأوراق المالية الإسلامية حديثة التكوين نسبيا، وكثير من المعاملات والعمليات التي تجري فيها تعتبر من الأمور المستحدثة، والتي تحتاج إلى تكييف فقهي معاصر، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعتبر كثير من الكتب والبحوث العلمية المتوفرة قد تحدثت عن الأسواق المالية التقليدية وأدائها المتداولة سواء كانت من الإطار النظري أو التطبيقي من جهة، أو من المنظور الوضعي والاقتصادي أو المنظور الإسلامي من جهة أخرى بصورة سطحية. كما أن أغلب المراجع الحديثة والتي تم معابنتها هي عبارة عن مقالات منشورة في مجلات إسلامية أو أوراق عمل لندوات أو مؤتمرات تتمحور حول مواضيع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية. تتمثل أهم الدراسات والرسائل العلمية والمقالات التي تناولت موضوع الدراسة في نفس السياق، والمطلع عليها إلى حد الآن في:

- بوكساني رشيد ( 2005-2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، تمّ عرض الرسالة في باين، جاء الباب الأول تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، أما الثاني فكان بعنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أهم اقتراحات الكاتب للنهوض بأسواق الأوراق المالية العربية تمثلت في تعزيز وتكثيف جهود التعاون فيما بينها الدول العربية للحاق بركب الدول المتقدمة من خلال الاقتداء بنموذج الدول الأوروبية.

- مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان (2005)، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفقه، بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، سنة 1424هـ، جاءت الدكتوراه في ثلاثة أبواب وباب تمهيدي لتوضيح حقيقة الأسواق المالية، أما الباب الأول فكان بعنوان الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية، الباب الثاني تضمن إجراءات التعامل في الأسواق المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية، وفيما يتعلق بعقود المعاملات المالية في الأسواق المعاصرة وأحكامها الفقهية فقد تم إيجازها في الباب الثالث.

- نبيل خليل طه (2007)، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي"، رسالة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة، قسم إدارة الأعمال، 2007، الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، بالجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، جاءت المذكرة ضمن ثلاثة فصول، فصل أول للتعرف على الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني تم من خلاله عرض سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، في حين أن الفصل الثالث فقد خصص لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وخلص الباحث إلى اعتبار أن التجربة الماليزية في مجال إنشاء وتطوير سوق رأس مال إسلامي تعد فريدة من نوعها، إلا أنها تحتاج إلى مزيد من الجهود لتصبح موافقة للشرعية، مع تأكيده على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

- دراسة روزلين محمد يوسف وشيري أحمد مجيد،

**Rosylin Mohd. Yusof, M. Shabri Abd. Majid, Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 20, No. 2, pp: 17-35 (2007 A.D./1428 A.H.)**

حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة، كشف مدى ارتباط التقلبات المقيدة في كل من البورصتين التقليدية والإسلامية في ماليزيا بالتقلبات المماثلة في متغيرات النظام النقدي. وقد اعتمد بهذا الخصوص مؤشر "كوالالمبور" التركيبي ومؤشر "رشيد حسين برحد الإسلامي" بوصفهما مثالين لقياس البورصتين التقليدية والإسلامية ومن أجل تحديد التأثير العالمي على كلا النموذجين، وقد توصلت الدراسة إلى أن تقلب نسبة الفائدة يؤثر في تقلبات البورصة التقليدية دون تقلبات البورصة الإسلامية. وهذا يُجَلِّي صواب الاعتقاد - استناداً إلى الأسس الإسلامية - بأن نسبة الفائدة ليست متغيراً خطيراً في تفسير تقلبات البورصة. إن ما توصلت إليه الدراسة يدعم الفكرة التي مفادها أن لتحديد نسبة ثابتة تأثيراً غير هام على التقلبات التي تحدث في البورصة الإسلامية.

## حدود الدراسة:

سيتم من خلال هذه الدراسة التركيز على واقع أسواق الأوراق المالية لنماذج مختارة من دول إسلامية على أساس توفر الإحصاءات الخاصة بهذه الأسواق، ومن ثم محاولة عرض مقومات ومتطلبات الدول الإسلامية لتطوير أسواق أوراقها المالية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية وتبيين إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال تأسيس سوق رأس مال إسلامي. أما الحدود الزمنية فقد تم التركيز على الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2010 باعتبارها أهم مراحل تطور سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا وهي المرحلة التي تبنت من خلالها ماليزيا المخطط الرئيسي الأول (Mesterplan1).

## دوافع اختيار البحث:

يمكن تلخيص دوافع وأسباب اختيار موضوع الأسواق المالية في الدول الإسلامية -معالم الواقع وآفاق المستقبل - فيما يلي:

- حداثة سوق الأوراق المالية الإسلامية مما جعل الموضوع حيويًا ومثيرًا للاهتمام.
- انفجار الأزمة المالية العالمية عام 2008 وزيادة الاهتمام بالأسواق المالية الإسلامية كآلية ذات فعالية لتصحيح اختلالات الأسواق المالية التقليدية.
- جاذبية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من حيث أدائها المتميز ونموها المستمر.

## أقسام الدراسة :

لمحاولة الإلمام بجوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية الرئيسية تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، وذلك على النحو التالي:

تضمن الفصل الأول عموميات الأسواق المالية وذلك بالتطرق إلى مفهوم السوق المالي، أدواته ثم تعرضنا إلى خاطر الاستثمار في الأسواق المالية.

اشتمل الفصل الثاني عرض موجز لواقع أسواق الأوراق المالية من خلال التطرق إلى نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، التطور والخصائص، ثم عرض تطور أداء أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية وأخيرًا عرض سبل تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية بالدول الإسلامية وفق ضوابط النظام المالي الإسلامي. مثل الفصل الثالث والأخيرة دراسة الحالة المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وذلك بتقديم عرض عام حول طبيعة النظام المالي الماليزي، من ثم تم التطرق إلى سوق رأس المال الإسلامي، ختمنا هذا الفصل بالتطرق إلى تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي.

الفصل الأول

الإطار النظري للأسواق المالية

## تمهيد:

يعتبر رأس المال من عوامل الإنتاج الأساسية لتحريك عملية النشاط الاقتصادي وبالتالي تحقيق التنمية. وغالبا ما يكون أمام المؤسسة خيارين لتمويل عملياتها الإنتاجية، إما باللجوء إلى القروض المصرفية أو باللجوء إلى سوق الأوراق المالية. ومع نمو المؤسسات وتوسع مجالات انشطتها وكبر حجم عملياتها الاستثمارية، هذه الأخيرة التي تتطلب موارد مالية ضخمة غالبا ما لا يمكن توفيرها من طرف البنوك ومن هنا كان اللجوء إلى سوق الأوراق المالية الخيار الأنسب للوحدات الإنتاجية.

ومع تطور الإقتصادات وعودة أنشطتها، أصبح السوق المالي يحضى بمكانة لا تقل أهمية عن الأسواق الأخرى (أسواق المنتجات وأسواق عوامل الإنتاج) لكونه حلقة وصل هامة بين المدخرين أصحاب الفائض والمستثمرين أصحاب العجز.

تختلف السلع التي يجري تداولها في السوق المالي عامة وسوق الأوراق المالية خاصة عن سلع باقي الأسواق، فهي تتنوع بين أدوات استثمارية تقليدية تمثل حق ملكية وأخرى تمثل مديونية، وأدوات مالية حديثة ظهرت نتيجة للتطور والابتكار العلميين وكذا تعدد المخاطر وضرورة إيجاد الأدوات اللازمة لإدارتها والتحوط منها.

من خلال ما يلي سيم التطرق إلى أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، وذلك بالقاء نظرة شاملة عن مفهوم السوق المالية، أهم الأدوات المالية المتداولة بها، ومن ثم محاولة تلخيص المخاطر التي تعترض عملية الاستثمار بها.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية:

عادة ما يطلق على السوق المالي بمعناه الضيق سوق رأس المال أو البورصة، حيث إن مفهوم السوق المالية بمفهومه الواسع يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم من خلال ما يلي البحث في مفهوم السوق المالي، هذا في المطلب الأول، على أن يتم في المطلب الثاني الإلمام بوظائفه وأهميته أما أقسامه ومكوناته فسيتم إدراجها في المطلب الثالث.

## المطلب الأول: مفهوم السوق المالي:

تعود بداية نشأة الأسواق المالية إلى سنة 1141، حين صار ما سمي بجسر التبادل الواقع في باريس مكانا تعرض فيه خدمات على الزبائن مقابل عمولات محددة، كنواة أولى لوكلاء الصرف، وفي القرن الخامس عشر جعلت عائلة "vander beurze" من مقر سكنها في بلجيكا مكانا لتجارة النقود وتبادلها،<sup>1</sup> وعلى هذا الأساس أتى لفظ البورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم.<sup>2</sup> ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به خاصة الدول الرأسمالية المتقدمة. وقد ساهم انتشار الشركات المساهمة والبنوك المركزية والبنوك الخاصة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية ونشطة للتعامل بالصكوك والأوراق المالية، مما أدى إلى ظهور الأسواق النقدية وبورصات الأوراق المالية. وقد كان التعامل بتلك الأدوات المالية يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى ومثال ذلك شارع المال بالولايات المتحدة الأمريكية "وول ستريت"، ليستقر بعد ذلك في أبنية خاصة.

وإذا ما تم الرجوع إلى تواريخ إنشاء أسواق الأوراق المالية في العالم - والتي تعد أحد تصنيفات السوق المالية - فإنه يمكن القول أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة "انفرس" ببلجيكا عام 1536 ثم في أمستردام عام 1608، ثم في لندن في أوائل القرن التاسع عشر. أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشئت فيها أول بورصة للأسهم عام 1821.<sup>3</sup> وفي العالم العربي والشرق الأوسط أنشئت أول بورصة بالاسكندرية عام

<sup>1</sup> شوكال عبد الكريم، براهيمى سمير، أهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول: الإقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص 2

<sup>2</sup> أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 2

<sup>3</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007



1883، وبعدها أنشئت بورصة القاهرة في 1898 مكان التداول بين المستثمرين غير رسمياً حتى استصدار التنظيمات والترتيبات اللازمة عام 1909.<sup>1</sup>

### أ. تعريف السوق المالي:

السوق المالية (financial Market) مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال  
السوق لغة موضع البياعات، جمع بياعة، بالكسر وهي السلعة،<sup>2</sup> فالسوق من ساق يسوق سوقاً، وهو حدوُ الشيء، سميت السوق بذلك لما ساق إليها من البضائع والأشياء، والجمع أسواق.<sup>3</sup> والسوق اصطلاحاً اسم لكل مكان فيه التبايع، وفي الإصطلاح المعاصر معناه أوسع، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة، أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق، سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائع والمشتري، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال: كالبريد، والهاتف، والتلكس، وشبكة المعلومات، وغيرها.<sup>4</sup>  
المال لغة: كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار أو نقود، أو حيوان، وجمعه أموال. والمال اصطلاحاً: هو ما يميل إليه طبع الانسان ويمكن إدخاره إلى وقت الحاجة، منقولاً أو غير منقول.

ينطبق مفهوم السوق المالي على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع لالتقاء تيار الطلب ممثلاً بوحدة العجز المالي وتيار العرض ممثلاً بوحدة الفائض المالي، ويهدف الالتقاء الوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها.<sup>5</sup> كما تعرف على أنها مكان التقاء البائع والمشتري، فهي التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي) بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي) فهي حلقة الوصل بين الإدخار والاستثمار ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال.<sup>6</sup> وفي تعريف آخر للسوق المالي نجد أنها وسيلة (ينتهي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز

<sup>1</sup> فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 205

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر، السعودية، ط1، 2005، ص 26

<sup>3</sup> هناء محمد هلال الخنيطي، دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الأزمات، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي، عمان، الاردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 5

<sup>4</sup> عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية، دراسة فقهية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010، ص6

<sup>5</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، 2005، ص35

<sup>6</sup> عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه، في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 1997، ص6

الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محلياً أو دولياً).<sup>1</sup>

بناءً على التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي: السوق المالي هي الآلية أو الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله تبادل أصول مالية، بيعاً وشراءً، بين طرفين، أحدهما مستثمر لديه عجز في موارده المالية، وآخر مدخر لديه فائض مالي، وذلك يكون إما بطريقة مباشرة بين الطرفين أو بطريقة غير مباشرة، بتدخل طرف ثالث وسيط بين الطرفين، تتحد فيها الأسعار بالتقاء قوى العرض والطلب. ذلك أن العرض والطلب - كما جاء على لسان مارشال - مثل نصلي المقص لا يقطع أحدهما دون الآخر.

يتمثل المتدخلون في السوق المالي في الأطراف التالية:<sup>2</sup>

1. الأطراف المصدرة للأوراق المالية: وهي شركات ذات أسهم، مؤسسات الخدمات العمومية، الدولة والجماعات المحلية
2. المستثمرون وهم على أنواع
  - خواص يبحثون عن توظيفات لمدخراتهم
  - المؤسسات والمؤسسات ذات الفوائض
  - الخواص الأجانب والمؤسسات الأجنبية
  - المستثمرون الرسميون (هيئات تملك فوائض مالية معتبرة مثل صناديق المعاشات، صناديق التقاعد، شركات التأمين).
3. الوسطاء ويتمثلون في: شركات البورصة والبنوك التي تضمن أشغال السوق المالي، حيث يقوم الوسطاء بضمانات كافية، وذلك حماية للعمليات المالية داخل البورصة
4. المضاربون: وهم أشخاص يقومون بالشراء قصد إعادة البيع بعد مدة وجيزة والإستفادة من فروقات الأسعار

### المطلب الثاني: أهمية ووظائف الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، حيث تزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بالمشاريع الاستثمارية، وبالتالي التسريع من وتيرة التنمية هذه الأخيرة التي تتطلب مبالغ ضخمة في غالب الأحيان لا يمكن حشدتها إلا من خلال التوجه للسوق المالية أين يوجد عدد من المدخرين العارضين لأموالهم وجهات أخرى طالبة لها.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003، ص58

<sup>2</sup> بلعوز بن علي، محمدي الطيب، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص174

- تتجلى أهمية الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تقوم بها، ويمكن توضيح ذلك في النقاط التالية:
- تعمل أسواق الأوراق المالية كحلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي، حيث تشجع بورصة الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، مما يساهم في رفع درجة الوعي الاستثماري من خلال تحويل المتعاملين من مدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الإقتصاد القومي.<sup>1</sup> وبذلك تكون السوق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشئ مشروعاً لقله رأسماله.<sup>2</sup>
  - تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق ملكية حكومية في تلك السوق.<sup>3</sup>
  - توفر الأسواق المالية أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة ممثلة بالأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق.<sup>4</sup>
  - محاولة الحكومات ضبط الكتلة النقدية عن طريق سياستها النقدية، حيث أن وجود السوق المالي يتيح اللجوء إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة .
  - كثيراً ما تتعامل الأسواق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، ما يترتب على ذلك إمكانية تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.<sup>5</sup>
  - الحد من التضخم عن طريق التقليل من الوساطة البنكية لتمويل الاستثمارات أي التمويل التضخمي واللجوء بدلا من ذلك إلى التمويل من خلال البورصة على إعتبار أن كل عملية إقراض تقوم بها البنوك هي عملية إشتقاق للنقود.<sup>6</sup>
  - توجيه الإستثمار، بعبارة أخرى فإن سوق الأوراق المالية تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار إقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>7</sup>
- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

<sup>1</sup> أشرف درويش أبو موسري، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2008، ص52

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص48

<sup>3</sup> بلعوز بن علي، محمدي الطيب، دليلك في الإقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص139

<sup>4</sup> عباس كاظم جاسم المدني، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص71

<sup>5</sup> ياسر بن إبراهيم محمد الحضييري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، رسالة مقدمة لنيل الماجستير في الفقه، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2007-2008، ص46

<sup>6</sup> بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية - دراسة حالة البورصات العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلوي، 2007، ص54

<sup>7</sup> هاني أنور صالح، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، ص16، ص139

● **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

● **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

● **الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف عاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد التي إليها بعض الأطراف.

- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضات أو المزايدة والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الإقتصادية من نشر لكافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية.

- تقويم الأداء الإقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الإقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الإستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.<sup>1</sup>

- تعتبر سوق رأس المال أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصخصة، حيث تكشف بمجرد إعتماها والإخراط فيها الوضعية الحقيقية، الإجتماعية، المالية والإدارية بكل مؤسسة، فواقع البورصة يعكس الحالة الصحية لإقتصاد الدولة المعنية.<sup>2</sup>

- تؤمن البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، بحيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.<sup>3</sup>

- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية.<sup>4</sup>

- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار

- من وظائف السوق المالي أيضا نجد تحويل الخطر وتحويل الانتظار، وذلك من خلال توفير أدوات مالية لإدارة المخاطر التي قد تتعرض لها المشروعات. أما وظيفة تحويل الانتظار فتستمد أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها وبالعكس.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001، ص46

<sup>2</sup> بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال البورصات الأوراق المالية -دراسة حالة البورصات العربية، مرجع سبق ذكره، ص56

<sup>3</sup> شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص45

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قريقتص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص290

<sup>5</sup> عباس كاظم جاسم المدني، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، مرجع سبق ذكره، ص ص، 71 72

• شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة:

هناك العديد من العوامل التي ينبغي توافرها ليكون هناك سوق أوراق مالية فعالة، يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>1</sup>

- توافر مناخ استثماري مستقر:

ويتمثل في حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي -سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة-، ومن المعلوم أنّ أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة، فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات الطويلة الأجل، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير، دون تعريض المشروع إلى أي نوع من الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

- توفير التقنية المناسبة وشفافية المعلومة:

تتمثل التقنية المناسبة في شبكات الاتصالات المتقدمة، وذلك لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها البعض لضمان توفر المعلومات بدقة، وكذا توفر الإفصاح والعلانية، وذلك ما يساهم في نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، وتوفير المعلومات اللازمة حول ميزانيات الشركات ونتائج أعمالها والبيانات الكافية عن مشروعاتها، حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.

- أوراق مالية سليمة قابلة للتداول:

يجب التأكد من أن الأوراق المالية المتداول بها على مستوى السوق سليمة، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة وصل بين البائع والمشتري.

- السرعة، الدقة، المرونة:

يجب السهر على سرعة إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة المنصوص عليها، وبالشروط المحددة بأوامرهم، كما يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم الاستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية، حتى يكون تقرير المتعامل سليما.

<sup>1</sup> محمد براق، وآخرون، معوقات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية - حالة الجزائر - المؤتمر الدولي العالمي الثاني كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سكيكدة -، 15-16 أكتوبر 2008، ص 8

- ضمان سلامة الادخار والحصول على العائد وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات ... إلخ.

ولا شك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين في حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين، بالإضافة إلى تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب.

### المطلب الثالث: أقسام السوق المالي:

يمكن تصنيف الأسواق المالية وفقا لعدة معايير مثل معيار الآجال للأصول المالية المتداولة إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال ووفقا لاعتبار نوع الأوراق المالية المصدرة، فإذا كانت أوراق مالية جديدة تسمى سوقا أولية أما إذا كانت أوراق مالية سبق إصدارها في فترة سابقة تسمى سوقا ثانوية.<sup>1</sup> إذ إن لكل نوع من أنواع آلياتها وأفرعها الداخلية التي تتميز بسماتها وخصائصها وأدائها في السياسات الاستثمارية، ولكنه في الوقت نفسه هناك تداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق.

والواقع أن التقسيم الأكثر شيوعا هو القائم على أساس آجال المعاملات المالية، وطبقا لهذا التصنيف نجد أن السوق المالي يقسم إلى أسواق نقدية (وهي سوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق رأس المال (وهي سوق المعاملات متوسطة وطويلة الأجل) مع إمكانية النظر إلى الأسواق المالية من أكثر من زاوية. من خلال ما يلي سيتم التطرق إلى أقسام السوق المالي وفقا لأهم معايير التقسيم.

#### I. سوق النقد (Money market) :

يستخدم مصطلح السوق النقدي ليشمل جميع الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تستند إلى سعر الفائدة،<sup>2</sup> ويتم تداول تلك الأدوات من خلال السماسرة والبنوك التجارية، والجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية. يتميز بسرعة إنجاز معاملات البيع والشراء، وعادة ما يتم التعامل فيه عبر شبكات متطورة من وسائل الاتصال مثل أجهزة الحاسوب والانترنت.<sup>3</sup>

تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد. وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخضم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدل الفائدة على شهادة الإيداع، وغيرها من معدلات الفائدة السائدة في السوق النقدي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين الشمس والمكتبات الكبرى بمصر والعالم العربي، 2006، ص38

<sup>2</sup> Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Butterworth Heinemann, first published, 2002, p26

<sup>3</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، ط1، 2004، ص 363

<sup>4</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص10

ويتميز سوق النقد بالمرونة العالية حيث تتم معظم الصفقات في السوق الثانوي بإجراءات بسيطة وبتكاليف منخفضة، أما تدني درجة المخاطرة فيعود لسببين، هما:<sup>1</sup>

- تدني درجة المخاطرة النقدية (Money Risk) التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. لذلك فإن تغيرات أسعار الفائدة تترك أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا حاملها بخسارة كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها

- تدني درجة مخاطرة الائتمان (Credit Risk) التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيه، خاصة في قطاعه الثانوي، تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالمصارف التجارية أو المصرف المركزي أو المؤسسات الحكومية وبالتالي احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.

تختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر وذلك تبعاً لدرجة تطور هذه السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل نموذجاً من حيث التنظيم والرقابة تتكون سوقها النقدية من سوقين فرعيين، تتمثل الأولى في سوق الخصم، وفيها تخضم الأوراق التجارية - الأوراق التجارية التي يتم خصمها هما: الأوراق التجارية العادية (لكمبيالات والسندات الاذنية)، وأذون الخزانة<sup>2</sup> - وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل، وبمقتضاها تتفاعل قوى جانبي العرض والطلب على رؤوس الأموال لآجال تتراوح بين يوم وسنة.<sup>3</sup>

## II. سوق رأس المال (Capital Market):

هو عبارة عن سوق رؤوس الأموال المتوسطة والطويلة الأجل. يعتبر الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة وأقل سيولة مقارنة بالسوق النقدي لطول آجال أدواته، لذلك فإن المستثمر يضع في أولوياته العائد المرتفع قياساً بذلك العائد في سوق النقد.

هذا وتصنف أسواق المال سواء كانت سوق نقد أو رأس مال من حيث وقت التنفيذ إلى ما يأتي:

<sup>1</sup> هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2007، ص 139

<sup>2</sup> عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه، في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 1997، ص 8

<sup>3</sup> رفیق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 10



## 1- الأسواق الحاضرة أو الفورية (The Spot Markets)

ويطلق أحيانا عليها أسواق الأوراق المالية (Security Markets)، وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) مع انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.<sup>1</sup> أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية.<sup>2</sup>

### أ. الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) Priming Market

وهي سوق الإصدارات أي إنها السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة،<sup>3</sup> وقد يتم التعامل مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية إما بالمزاد المفتوح حيث يرفع المستثمرون الأسعار، أو بالاكتتاب بواسطة المصارف الاستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري الأدوات الصادرة، أو بالاكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الصادرة مباشرة أو من خلال المصارف والشركات والمكاتب وذلك لقاء عمولات محددة قانوناً.<sup>4</sup>

وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:<sup>5</sup>

#### ■ سوق التمويل المباشر (Direct Market)

وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة والمتاجرين) ومن دون تدخل الوسطاء.

#### ■ أسواق التمويل غير المباشرة (Indirect Market)

ويقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف آخر (أي إن سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية والثانوية وتدخل الوسطاء الماليون).<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 237

<sup>2</sup> عباس كاظم جاسم المدني، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، مرجع سبق ذكره، ص 84

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 86

<sup>4</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره 2003، ص 61

<sup>5</sup> عباس كاظم جاسم المدني، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، مرجع سبق ذكره، ص 85

<sup>6</sup> نفس المرجع السابق، ص 86



ب. الأسواق الثانوية (أسواق التداول) (Secondary Market) يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل.<sup>1</sup> ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص إلى آخر. وبالتالي لا تضيف التبادلات الجارية في الأسواق الثانوية أي رأس مال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها.<sup>2</sup> وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، وفيما يلي عرض مختصر لكلا النوعين من السوقين:

#### ■ السوق المنظمة:

وتسمى أيضا السوق الرسمية (البورصة)، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، يتداول فيه الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية.<sup>3</sup> يحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات.<sup>4</sup>

#### ■ السوق غير المنظمة:

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم، وهذه الأسواق غالبا ما يطلق عليها معاملات المنضدة (Over-The Counter (OTC)).<sup>5</sup> فليس هناك مكان محدد للتداول، وعادة ما تكون الأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق لشركات غير مسجلة في السوق النظامية.<sup>6</sup> فهي أسواق مالية لا تخضع للمحددات والأساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية،<sup>7</sup> غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير الشرعية بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة التي تدار فيها أعمالها. تتمتع الأسواق غير النظامية بمرونة عالية (نسبيا) في التعامل وخاصة لاستمرار أعمالها بعد إغلاق البورصة إضافة إلى التسهيلات المتاحة فيها وقلة تكاليفها مقارنة بالأسواق النظامية.<sup>8</sup> ذلك أنها تركز في تعاملاتها على نشاطات التفاوض المباشر بين المستثمرين والمتاجرين. وتتضمن السوق غير المنظمة (أحد مكونات السوق الثانوي) سوقين آخرين فرعيين هما السوقان الثالثة والرابعة، وفيما يأتي توضيح مبسط لهذين السوقين:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 276

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 62

<sup>3</sup> ياسر بن إبراهيم محمد الخضير، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، مرجع سبق ذكره، ص 31

<sup>4</sup> حسين عبد المطلب، حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص 5

<sup>5</sup> زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، رسالة ماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006، ص 23

<sup>6</sup> شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، الأردن، ط 1، 2009، ص 40

<sup>7</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 59

<sup>8</sup> نفس المرجع السابق، ص 59

### – السوق الثالث (The Third Market)

تتكون من بيوتات السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة بالرغم من أن لهم الحق بالتعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. أما أعضاء السوق النظامية فليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على أسهم مسجلة بها. وهذه البيوت هي أسواق دائمة وجاهزة لبيع وشراء أية كمية من الأوراق المالية مهما كبرت أو صغرت.<sup>1</sup>

من دوافع قيام هذه السوق هي الصعوبات التي غالباً ما تواجهها المؤسسات الكبيرة عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصة، وترغب في الحصول على خصومات في العمولات التي تدفعها، وهذا مما لا يمكن الحصول عليه في البورصة التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة، وان السبب الرئيس في انخفاض العمولة في هذه السوق هو أن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم عضوية في السوق، وهذا يعني انخفاض التكاليف للخدمات التي تقدمها للمستثمرين.<sup>2</sup>

### – السوق الرابع (The Fourth Markets):

هو ذلك الجزء من سوق التداول الذي يجري فيه التعامل مباشرة بين المتعاملين من المؤسسات الكبيرة، والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون في أحجام كبيرة من الأوراق المالية، من غير وساطة احد من السماسرة أو تجار الأوراق المالية.<sup>3</sup> فهو عبارة عن شبكة من الاتصالات بين المؤسسات والتجار الذين يتعاملون بصفقات تبادل كبيرة كما يتم التعامل بكافة الأوراق المالية المتداولة سواءً في داخل السوق المنظم أو خارجه. يتم التعامل المباشر في السوق الرابع بين البائع والمشتري بغرض الحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة

ويجب الإشارة أنه لا يمكن فصل هذه الأسواق عن بعضها بشكل قطعي، حيث أن السوق الرابع يشكل جزءاً من السوق الثالث باعتبارهما غير منظمين وهما بدورهما يشكلان حلقة وصل بين الأسواق المنظمة (البورصات والسوق غير المنتظمة). كما ويمكن التعامل بالأوراق المالية المتداولة في أسواق منتظمة وغير منتظمة، إلا أن المتعاملين في الأسواق غير المنتظمة ليسوا من أعضاء الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية.<sup>4</sup>

### 2- الأسواق الآجلة (The Futures Markets):

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية (Futures Contracts)،<sup>5</sup> وأسواق المشتقات المالية (Financial Derivative Markets) وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية المشتقة من الأدوات المالية

<sup>1</sup> محمد الخناوي، مهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، 2006، ص 71

<sup>2</sup> ياسر بن إبراهيم محمد الخضير، التجارة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، مرجع سبق ذكره، ص 34

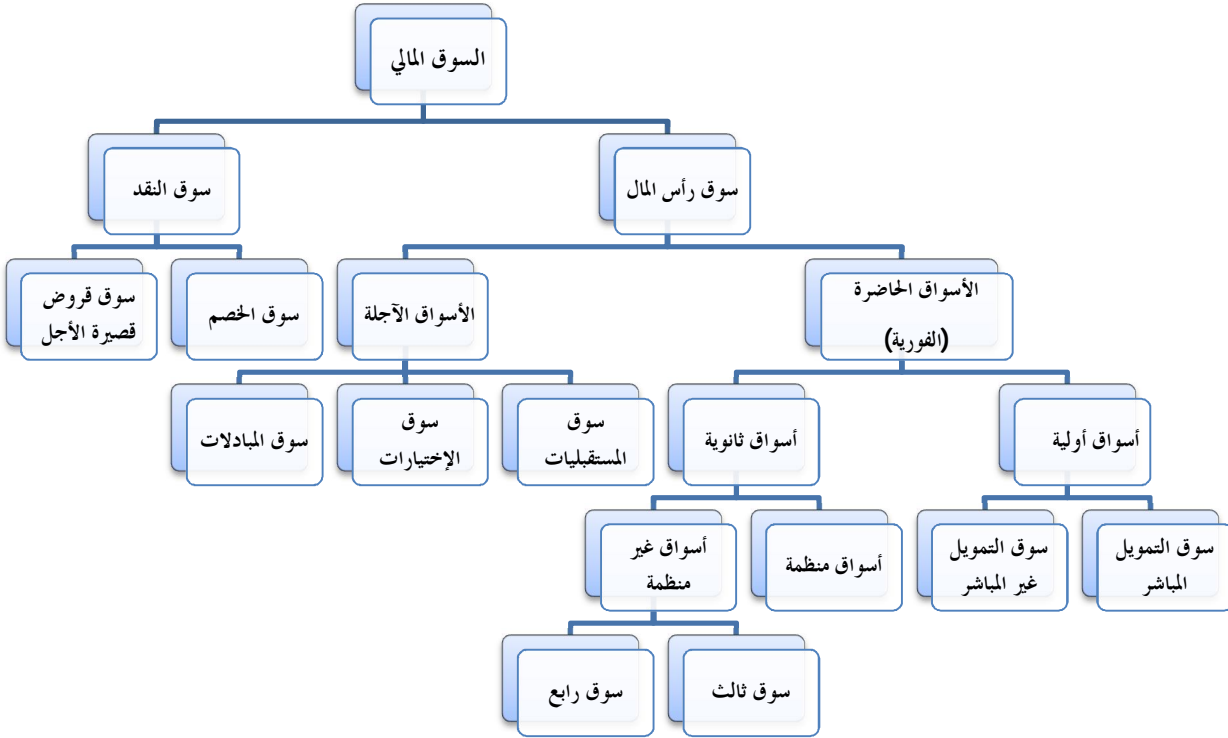
<sup>3</sup> مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ص 82

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، مرجع سبق ذكره، ص 27

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار،

مرجع سبق ذكره، ص 238

محل العقد. وتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الاختيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات. والشكل التالي يضم مختلف تقسيمات الأسواق المالية التي تم شرحها أنفاً. الشكل (1-1): التصنيف الأكثر شيوعاً للأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع:

- عباس كاظم جاسم المدني، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة (1990-2006)، مرجع سبق ذكره، ص100
- عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات الحاسوبية في سورية، مرجع سبق ذكره، ص 8
- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص10

## المبحث الثاني: أدوات الأسواق المالية التقليدية:

تعتبر الأوراق المالية السلعة التي يجري التعامل بها بيعا وشراء في السوق المالية، وبذلك فهي تمثل العصب الرئيسي في الأسواق المالية المعاصرة.

والورقة المالية هي عبارة عن الوثائق التي تثبت ملكية الأموال وانتقالها، وتحدد حقوق المتعاملين في الأسواق المالية.<sup>1</sup> تصنف الأوراق المالية وفق عدة معايير، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق ملكية وأوراق مالية تمثل مديونية، كذلك يمكن تصنيفها من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأخرى أوراق مالية طويلة الأجل، كما يمكن تصنيفها من حيث السوق الذي تتداول فيه، ووفقا لهذا التصنيف هناك أوراق مالية يتم تداولها في سوق النقد وأخرى لا يتم تداولها إلا من خلال سوق رأس المال. إضافة إلى الأدوات المالية التقليدية أدى التطور العلمي المصحوب بتطورات اقتصادية خلال العقود الأخيرة إلى ظهور منتجات مالية جديدة.

وعليه سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى الأدوات المالية التقليدية اعتمادا على التصنيف القائم على أساس السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية، باعتباره التصنيف الأكثر شيوعا، وهذا في المطلب الأول على أن يتم في المطلب الثاني التطرق إلى الأدوات المالية المبتكرة.

### المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية:

تمثل أدوات السوق المالي في:

#### 1. أدوات السوق النقدي:

تمثل أدوات الاستثمار في السوق النقدي صكوك مديونية، وعادة ما تكون تلك الأوراق المالية قابلة للتداول ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة على الأكثر،<sup>2</sup> تشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية والمخاطر المنخفضة.

تتنوع الأدوات المالية المستخدمة في السوق النقدي تبعا لتطور السوق والمؤسسات المكونة له، وبافتراض وجود سوق متطورة فإن أهم الأدوات المستخدمة في تلك السوق تشمل: أدوات الخزينة قصيرة الأجل والأوراق التجارية والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء وشهادات إيداع قرض الدولار الأوروبي.<sup>3</sup>

#### 1. إذونات الخزنة (حوالات الخزنة) (Treasury Bills)

هي سندات دين على خزينة الدولة قصيرة الأجل، تتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر إلى سنة، تصدرها الحكومات لتمويل العجز في ميزانيتها، وتتميز هذه الاذونات بضمانات عالية وندرة مخاطرها حيث

<sup>1</sup> محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، دار المريخ، ص 256

<sup>2</sup> عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، مرجع سبق ذكره، ص 46

<sup>3</sup> أكرم حداد، مشهور هنلولي، النقود والمصارف، مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر، الأردن، ط 1، 2005، ص 139

تعدم احتمالية عدم سدادها، إضافة إلى درجة سيولتها العالية،<sup>1</sup> وقد صدرت إذونات الخزانة للمرة الأولى في الولايات المتحدة عام 1929 لتغطية العجز في الموازنة الاتحادية.<sup>2</sup>

## 2. الأوراق التجارية (Commercial Paper):

هي سندات إذنية تصدر من طرف الشركات ذات المراكز المالية القوية، كما يمكن إصدارها من طرف بعض البنوك،<sup>3</sup> تتراوح آجالها ما بين خمسة أيام وتسعة شهور.<sup>4</sup> تكون قابلة للتداول بطريقة التظهير.\*

## 3. القبولات المصرفية (Bankers Acceptances):

ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على بنك ما من طرف عميل ما، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد للعميل أو لطرف ثالث، والقبولات المصرفية قابلة للتداول في السوق النقدي حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها والذي يتراوح ما بين 30 يوما و170 يوما.<sup>5</sup>

## 4. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposits):

هي عبارة عن شهادات تصدر للمودع من طرف المصارف والمؤسسات المالية.<sup>6</sup> تشهد بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها.<sup>7</sup> ويتم التداول على أساس سعر الفائدة وليس الخصم. بدأ إصدار شهادات الإيداع لأول مرة في نيويورك عام 1961، وبعد ذلك امتد التعامل بها في أسواق أخرى.

## 5. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements:

هي ترتيب يقوم بموجبه طرف ببيع مجموعة من الأوراق المالية إلى طرف آخر، على أن يتم تعهد البائع بإعادة شراء الأوراق المالية المباعة في تاريخ مستقبلي بسعر يتفق عليه وقت عقد الاتفاقية.<sup>8</sup> وغالبا ما تكون الاتفاقية ليلة واحدة، ويمكن أن تمتد مدة عقود عمليات إعادة الشراء إلى 30 يوما أو أكثر وهنا يسمى Term Repose.<sup>9</sup>

<sup>1</sup>عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 364

<sup>2</sup>محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أسواق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 113

<sup>3</sup> Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Op-Cit, p 33

<sup>4</sup>زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 15

\*التظهير هو نقل ملكية الورقة التجارية من المظهر إلى المظهر إليه أو توكيل المظهر إليه بقبض قيمة الورقة، أو رهن قيمة الورقة لدى المظهر إليه، وقد يكون التظهير مخصصا باسم معين، وقد يكون على بياض دون ذكر اسم معين

<sup>5</sup>محمود مبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، مرجع سبق ذكره، ص 259

<sup>6</sup> Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Op-Cit , p 31

<sup>7</sup> هزاع مفلح، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 143

<sup>8</sup>Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Op-Cit, p 3

<sup>9</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر، الأردن، ط1،

2004، ص 92

## 6. ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - الدولار) (Euro- Currency Deposits):

يقصد باليورودولار سابقا الدولار الأمريكي الذي يتم إيداعه في البنوك الأوروبية، ولقد تطور هذا المفهوم ليدل على العملات كافة التي يتم إيداعها في المصارف الخارجية، تتمثل أهمية سوق اليورودولار في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية، وهذا ما سهل عمليات التمويل وخفض تكاليف هذه الأموال، وهي تماثل أسعار الفائدة على القروض الدولية.<sup>1</sup>

### II. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

الأدوات المالية المتداولة بسوق رأس المال، هي أدوات طويلة الأجل، وهي تنقسم من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق الملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل حق المديونية وهي السندات، ويندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية. سيتم التطرق إليها بشيء من الإيجاز كالتالي:

#### 1. أدوات الملكية (Equity Instruments):

الأسهم جمع سهم، وله عدة معانٍ في اللغة منها: الحظ والنصيب والشيء من أشياء، ومنه قوله تعالى: "فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ" (الصفات: 141)، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين، ويجمع على أسهم وسهام وسهمان، والسهم - على وزن غرفة - :النصيب. والسهم واحد من النبل.<sup>2</sup> أما اصطلاحاً فيعرف بأنه "عبارة عن ورقة مالية مصدرة من طرف شركة ذات أسهم تمثيلاً لحصة من رأسمالها. وتستطيع معها إصدار أنواع عديدة من الأسهم تختلف حسب الحقوق والإميازات التي تعطىها المؤسسة لمالك هذه الأنواع من الأسهم، مثل: حق التصويت، الحق في الأرباح الموزعة في بداية السنة، الأولوية في التسديد"<sup>3</sup>

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص أهمها:

- أنها متساوية القيمة: بحيث لا يمكن إصدار أسهم عادية مثلاً عن نفس الشركة بقيم مختلفة.
- القابلية للتداول: وهذه الخاصية تجعل السهم أكثر مرونة في سوق الأوراق المالية، مما يتيح لحامل السهم إمكانية التنازل عنه بالطرق التجارية.
- وللسهم مجموعة مختلفة من القيم، هي كالتالي:
- قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويكون منصوص عليها في عقد التأسيس. وتوزع الشركة المصدرة لها .

<sup>1</sup> مروان شوط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008، ص 141

<sup>2</sup> محمد محمد جابر الهاجري، حكم الاكتتاب والمتاجرة في أسهم الشركات المساهمة التي تمارس أعمالاً مختلفة، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد الخامس، العدد الثاني، جوان 2008، ص 203

<sup>3</sup> علي محي الدين القردة داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو الحفظ على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية، البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص 09

- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة وتتحدد عند طرحها للاكتتاب العام، وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أكبر منها.<sup>1</sup>
- **القيمة الدفترية (الحاسبية) (Book value):** تشير القيمة الدفترية للسهم إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالية للشركة و يمكن حساب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملاك على عدد الأسهم، تشير القيمة الدفترية للسهم إلى قيمة تاريخية وليس قيمة مستقبلية.<sup>2</sup>
- **قيمة التصفية (Liquidation Value)** تعرف بأنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة الأصول بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها، فمثلا إذا أرادت الشركة أن تبيع آلة قديمة أو مجموعة من الآلات وعرضها في السوق فإن السعر الذي تباع به يدعى سعر التصفية، أما في حالة تصفية الشركة فإن القيم التي تجلبها هذه الموجودات بعد استبعاد الديون المترتبة على الشركة تدعى القيمة التصفوية للشركة.<sup>3</sup>
- **القيمة السوقية (Market Value)** وهي والتي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.
- **القيمة العادلة (الحقيقية):** وهي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة عن شركة ما والتي تعكس بشكل كفو وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجمهور. وتعد هذه القيمة مؤشرا مقارنا لتحديد حركة التعاملات.<sup>4</sup> يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع وذلك باستعمال عدة معايير:
  - أ- من حيث الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:<sup>5</sup>
    - أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا. وهذه الأسهم قد تكون مدفوعة القيمة بالكامل عند الاكتتاب وقد تكون غير ذلك.
    - أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان، كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع. وهذه الأسهم تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.

<sup>1</sup> عبد الحفيظ محمد كريم، الأدوات المالية: مفهومها وكيفية الاعتراف بها والإفصاح عنها في القوائم المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 39، حريف 2008، ص 4

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 55

<sup>3</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، ص 3

<sup>4</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 96

<sup>5</sup> مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 117

وهناك ما يعرف بالأسهم المجانية: وهي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي وبالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة في رأس المال.<sup>1</sup>

ب- من حيث تداول الأسهم: وفق هذا المعيار نجد:

- الأسهم الإسمية: يسجل اسم صاحب السهم عليه، وعند بيعه يسجل اسم المشتري الجديد للسهم عليه، ومن ثم يسجل في دفاتر الشركة المصدرة للسهم.

- الأسهم لحاملها: هي أسهم تنتقل ملكيتها بالتداول بين البائع والمشتري ولا تحتاج للرجوع للشركة المصدرة للسهم لإثبات ملكية المشتري الجديد.<sup>2</sup>

- أسهم للأمر: وهي أسهم تتضمن عبارة (الأمر)، وتداول بطريق التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر.<sup>3</sup>

ج- أنواع الاسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه:

يقصد باستهلاك السهم رد القيمة الإسمية للسهم للمساهم أثناء حياة الشركة -دون انتظار لانقضائها بانتهاء مدتها أو الحل أو التصفية.<sup>4</sup>

تنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى نوعين هما:

- أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي لم تستهلك، أي لم ترد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة.<sup>5</sup>

- أسهم تمتع ( الاستهلاك): وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الإسمية إلى المساهم تدريجياً، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة، وهو ما يسمى بإطفاء الأسهم.<sup>6</sup>

تتمثل أوجه الاختلاف بين النوعين من الأسهم في أن نظام الشركة ينص في العادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح ( 5% من قيمتها مثلاً)، وهو ما يسمى بالربح الثابت، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع. كما أن أصحاب أسهم التمتع لا يشتركون في قسمة موجودات

<sup>1</sup> تأليف نخبة من العلماء والباحثين، توثيق السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، 2006، ص57

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 57

<sup>3</sup> احمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، درا ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، ط2، ص54

<sup>4</sup> نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات " الأسهم"، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-8

مارس 2007، ص7

<sup>5</sup> مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص118

<sup>6</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص97



الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم، نظرا لان القيمة الاسمية لأسهم التمتع قد دفعت من قبل، إضافة لذلك تكون قيمة أسهم التمتع في البورصة أقل من قيمة أسهم رأس المال.<sup>1</sup>

**د- من حيث الحقوق المترتبة لحاملها:** تنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى:

- **الأسهم العادية:** الأسهم العادية هي صكوك ملكية تعطي صاحبها حقوق المساهم العادية من حصول على نصيب من الأرباح التي يتقرر توزيعها، وعلى نصيب من موجودات الشركة عند التصفية، وحضور الجمعيات العمومية للشركة والاشتراك في مناقشتها والتصويت على قراراتها، ومراقبة أعمال مجلس الإدارة، وحق التصويت في الأسهم.<sup>2</sup>

يمكن تخفيض القيمة الاسمية للسهم العادي، رغم أنه يحددها عقد التأسيس، من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم. الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة.<sup>3</sup>

تمثل عملية اشتقاق السهم في قيام الشركة بتقسيم القيمة الاسمية لأسهمها الحالية مقابل زيادة عدد الأسهم المصدرة وبموجب ذلك يتم تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد مقابل زيادة عدد الأسهم دون التأثير على أي من رأس المال المصدر أو رأس المال المدفوع، ودون أن تتأثر قيمة رأس المال السوقي للشركة ومن ثم عدم تأثر ثروة مساهميها نتيجة التقسيم مع ثبات القيمة السوقية الإجمالية للشركة قبل وبعد تقسيم القيمة الاسمية لأسهمها.

إضافة إلى الأسهم العادية التقليدية، ظهر خلال العقود الأخيرة مجموعة مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل أهمها فيما يلي:

#### ➤ - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

يرتبط السهم العادي للقسم الإنتاجي لشركة ما بالنشاط الإنتاجي لهذا القسم، كما تحدد توزيعات السهم العادي للقسم الإنتاجي على أساس التوزيعات التي يحققها ذات القسم الإنتاجي.

ظهر هذا النوع من الأسهم العادية بغية ترويج نشاط احد الأقسام الإنتاجية لشركة ما. اصدر هذا النوع من الأسهم في الثمانينات من طرف بعض الشركات الأمريكية.

#### ➤ - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية إنما لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخصم قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات. غير انه مع بداية ثمانينات القرن

<sup>1</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، 60

<sup>2</sup> تأليف نخبة من العلماء والمثقفين، توثيق السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 57

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار، مرجع سبق ذكره، ص

العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بما يخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، وهذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها. كما نص هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضرائب على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق.<sup>1</sup>

#### ➤ - الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي انه ليس لحامله الحق في الرجوع على المؤسسة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

#### - الأسهم الممتازة: (Preferred Stock)

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.<sup>2</sup> بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة.

تجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات. فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهمها: أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات. وأخيراً قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

وتختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يأتي:<sup>4</sup>

- يعطى السهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.

- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح إذا تحققت قبل السهم العادي.

- تتغير أسعار الأسهم العادية باستمرار تقريباً، إذا ما قورنت بالثبات النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودرها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 20

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 252

<sup>3</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 13

<sup>4</sup> عباس كاظم حاسم المدني، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، مرجع سبق ذكره، ص 97

-تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعاً من الأسهم العادية.  
-تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح كنسبة ثابتة بينما أرباح الأسهم العادية توزع بحسب أرباح الشركة.

ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة، خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية للاستدعاء من الشركة إلى:

➤ **أسهم ممتازة بتوزيعات معومة:** طرح أسهم ممتازة بتوزيعات معومة ترتبط بمعدل عائد البديل الفرضي (مثل السندات الحكومية)، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي.<sup>1</sup>

➤ **الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح:** وهي الأسهم التي تعطي الحق للمالكها في أن يرحد الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو حققت الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب معين.<sup>2</sup>

➤ **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هي الأسهم التي تعطي كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.<sup>3</sup>

## 2. أدوات المديونية (السندات):

السندات جمع السند، ومعنى السند لغة: أنه انضمام الشيء إلى الشيء، وكل ما يستند إليه فهو سند.<sup>4</sup> أما اصطلاحاً فالسند هو شهادة دين تجاري، تمثل التزام تعاقدي على المصدر (المقترض) تجاه حاملها (المستثمر)، يتعين بموجبه دفع قيمة ثابتة ومحددة بسعر متفق عليه (القيمة الاسمية) في تاريخ لاحق لتاريخ استحقاقها مضاف إليه عائد في شكل كوبونات.<sup>5</sup>

### 1.2- أنواع السندات:

للسندات عدة أنواع تختلف باختلاف أساس التصنيف، يمكن الإشارة إلى أهمها في التالي:

أ- وفق أساس جهة الإصدار: نجد أن هناك:

- سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 102

<sup>2</sup> عبد الحفيظ محمد كريم، الأدوات المالية: الأدوات المالية: مفهومها وكيفية الاعتراف بها والإفصاح عنها في القوائم المالية، مرجع سبق ذكره، ص 4

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 254

<sup>4</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 80

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص 282

- سندات الشركات: يتم إصدارها من قبل الشركات العاملة في القطاع الخاص، مثل السندات العادية.
- ب- وفق أساس شكل الإصدار
  - سندات لحاملها Bearer: وهو سند يصدر بدون ذكر اسم الدائن، ويعتبر الحائز عليه مالكا له.<sup>1</sup> يمكن التنازل عنها بمجرد التسليم.<sup>2</sup>
  - سندات اسمية Nominal: هي عكس الأسهم لحاملها، حيث يتم ذكر اسم الدائن عند إصداره.
- ت- وفق أساس الضمان: وفقا لأساس الضمان يمكن التمييز بين:<sup>3</sup>
  - السندات المضمونة بأصول معينة
  - السندات غير المضمونة بأصول معينة
- ث- وفق أساس القابلية للاستدعاء
  - سندات قابلة للاستدعاء (Callable Bonds) قبل موعد استحقاق سداد قيمتها
  - سندات غير قابلة للاستدعاء (Non- Callable Bonds)، أي لا يمكن استدعاؤها قبل موعد استحقاقها.
- ج- وفق أساس قابلية التحويل: تنقسم السندات بهذا الاعتبار إلى قسمين هما:
  - السندات القابلة للتحويل: (Convertible Bonds) بعض السندات تحتوي على ميزة التحويل حيث تعطي حامل هذا السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات. وممارسة هذا الخيار فإن المستثمر يعيد هذه السندات إلى الشركة ويؤخذ مقابلها أسهم في الشركة وبالتالي تتغير صفة المستثمر من مقرض للشركة إلى مالك فيها.<sup>4</sup>
  - السندات غير قابلة للتحويل (Non- Convertible Bonds): وهي السندات التي لا تعطي للمستثمر حق التحويل، وعادة تصدر هذه السندات بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.<sup>5</sup>
- ح- وفق أساس الدخل: تنقسم السندات وفقا للعوائد التي يجنيها حامل السند إلى:
  - السندات التي لا تحمل معدل فائدة (السندات ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بخخص من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلا للفائدة كغيرها من السندات، تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل اجل استحقاقها.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 87

<sup>2</sup> مروان شوط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008، ص 147

<sup>3</sup> بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال البورصات الأوراق المالية -دراسة حالة البورصات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 36

<sup>4</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 51-52

<sup>5</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 136

<sup>6</sup> مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 207

- السندات ذات الدخل (Income Bonds) هي السندات التي لا يحق لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً. وبالتالي فهي سندات يرتبط فيها الحصول على الفوائد السنوية بشرط تحقيق المؤسسة أرباحاً في تلك السنة.
- السندات ذات معدل الفائدة العائم (المتغير): وهي سندات بسعر فائدة يتغير دورياً على فترات على أساس سعر فائدة أساسي معين زائد هامش أو سعر إضافي.<sup>1</sup>
- السندات الرديئة (متواضعة الجودة) (Junk Bonds): تتميز هذه السندات بارتفاع معدل عوائدها مع ارتفاع مستوى مخاطرها لأنها تصدر من شركات تعاني من صعوبات مالية أو لتمويل عمليات الاندماج بين الشركات أو لتمويل الشركات المعاد هيكلتها.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات):

ساعد التقدم التكنولوجي المتسارع في مجال الاتصالات والمعلومات، بالإضافة إلى المنافسة الحادة بين المؤسسات المالية على ابتكار وخلق أدوات ومنتجات مالية جديدة تعمل على إشباع رغبات المستثمرين الأفراد والشركات، من خلال مساهمتها في توفير إمكانيات جديدة لتوظيف الأموال وكذا خلق مرونة أكبر في إدارة المخاطر.

يعتبر سوق المشتقات من أسرع الأسواق نمواً في القطاع المالي: منذ عام 1995م، ازداد حجمه بنحو 24% سنوياً من حيث القيمة الاسمية المعلقة، وهو بذلك يفوق بكثير سوق الأسهم وسوق السندات، اللذين زاد حجمهما بـ 11% و 9%، على التوالي خلال نفس الفترة.<sup>3</sup>

#### أ. تعريف المشتقات المالية:

المشتقات هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصل أو مجموعة من الأصول (Titre sous-jacent) مثل الأسهم، أو السندات، عملات أجنبية أو مواد أولية.

وقد تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.<sup>4</sup> وعلى خلاف الأدوات المالية الأساسية، فإن معظم المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشأ التزاماً متبادلاً مشروطاً، إلا أنها قد لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي أو أنها في الغالب تسبب تدفق

<sup>1</sup> أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 91

<sup>2</sup> إياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة تدخل ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدائراك، 2009، ص 23

<sup>3</sup> The Global Derivatives Market An Introduction, Published by Deutsche Börse AG, 60485 Frankfurt /Main Germany, p14

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، الخاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 5

نقدي ضعيف نسبياً يتمثل في الهامش المبدئي. ويتم تداولها عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، وهذه الأسواق إما أن تكون أسواقاً منظمة أو غير منظمة.

و يتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب التالية:<sup>1</sup>

- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في مستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وكذا وقت سريان العقد.

- تحديد الشيء محل التعاقد قد يكون: سعر الفائدة، سعر ورقة مالية... إلخ.

إن الهدف من المشتقات هو التحوط (Hedging) عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم وأسعار السلع، وقد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغايات المضاربة.<sup>2</sup> كما تعمل المشتقات المالية على إتاحة فرص أفضل لتخطيط التدفقات النقدية، وذلك بكون تكلفة الاستثمار في هذه العقود منخفضة ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية.<sup>3</sup>

يندرج المستثمرون في المشتقات المالية تحت الفئات التالية:

- المتحوطون (Hedgers): وهي الفئة التي تهتم بتخفيض المخاطر الناتجة عن عدم التأكد بسبب التغيرات السريعة والمفاجئة في الأسواق المالية.
- المضاربون (Speculators): وهي الفئة التي تهتم بتعظيم العوائد وان كانت درجة المخاطرة كبيرة، تعاملتها تكون مبنية على توقعات تحرك الأسعار المستقبلية، وبالتالي فهي مبنية بالأساس على عدم اليقين.
- المراجحون (Arbitrageurs): تتعامل هذه الفئة بالمشتقات المالية عند وجود فرق في أسعارها بين سوقين مختلفين، بحيث تشتري من السوق منخفض السعر وتبيع في السوق مرتفع السعر.

## II. أنواع عقود المشتقات المالية:

من أبرز أدوات المشتقات العقود المستقبلية والعقود الآجلة، حقوق الإختيار، وعقود المبادلة

<sup>1</sup> سناحقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير، في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2008-2009، ص 80

<sup>2</sup> زياد رمضان، محفوظ جودة، الإتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، الأردن، ط3، 2006، ص 287

<sup>3</sup> خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع

غزة)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص 131، 132

## 1. عقود المستقبلية وعقود الآجلة:

أ-العقود الآجلة: هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا.<sup>1</sup>  
وتعتبر العقود الآجلة أول صورة من صور العقود المستقبلية، وتعتبر سوق شيكاغو التي نشأت عام (1848) أول سوق منظمة للعقود المستقبلية.<sup>2</sup>  
ويمكن تصنيف العقود الآجلة إلى ما يلي:

- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.<sup>3</sup>
  - **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** وهي عملية شراء أو بيع العملات الأجنبية بسعر يتفق عليه يوم التعاقد بحيث يتم الاستلام أو التسليم للعملات المباعة أو المشتراة في الوقت المحدد له في المستقبل.<sup>4</sup> وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
- ب- العقود المستقبلية:

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد.<sup>5</sup>  
ويتم التعامل على العقد المستقبلي من خلال السوق المنظمة، ويخضع لعملية التسوية اليومية.<sup>6</sup>  
تنفق العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث أنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفا، إلا أنه هناك نقاط اختلاف كثير بين النوعين من العقدين يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>7</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص154

<sup>2</sup> بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية، دراسة حالة البورصات العربية، مرجع سبق ذكره، ص 44

<sup>3</sup> بن رجم محمد حميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، بحث مقدم إلى مؤتمر: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 6

<sup>4</sup> إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العملات الأجنبية، روزنا للطباعة، ط2، 2005، ص 185

<sup>5</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص124

<sup>6</sup> صايفي عمار، محددات الاستثمار أخفطي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس الجزائر، 2008-2009، ص39

<sup>7</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص73



- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية، وتتمتع العقود المستقبلية بشروط وخواص نمطية مثل جودة وكمية الأصل محل العقد وتواريخ انتهاء صلاحية العقد، وهذه النمطية أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في الأسواق الثانوية (أي البورصات).
- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان أو مخاطر عجز عن الوفاء بالالتزامات أقل، وذلك مقارنة بالعقود الآجلة، ويرجع ذلك إلى أن العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى بالهامش المبدئي لضمان وإبداء لحسن النية، وذلك لدى السماسرة والذين يقومون بدورهم بإيداع هامش لدى غرفة المقاصة، وتكون متطلبات الهامش المبدئي عادة ما بين 3%، 6% من قيمة العقد

## 2. حقوق الخيارات:

حق الخيار هو عبارة عن اتفاقية بين طرفين، حيث يضمن محرر العقد أو بائع الخيار (option seller) لمشتري الخيار (option buyer) الحق في شراء (Call) أو بيع (Put) لأصل مالي بسعر متفق عليه خلال فترة زمنية معينة (فترة سريان العقد) وهذا في حالة الخيار الأمريكي، أو في تاريخ معين وهذا في حالة الخيار الأوروبي. وبائع الخيار يضمن هذا الحق في مقابل دفع مشتري الخيار مبلغ نقدي (بمناة ثمن الخيار) في شكل عمولة (Premium).<sup>1</sup>

تشابه أسواق الخيارات (options markets) كثيرا مع أسواق المستقبلات سوى أن عقود الخيارات سوف لن تكتسب الصفة الإلزامية في تنفيذ العقود ومن هنا جاءت تسمية الخيارات على عكس عقود المستقبلات التي سوف تكتسب صفة الإلزام في تنفيذ عقودها.

### - أنواع حقوق الخيارات:

- هناك نوعان من حقوق الخيارات، حقوق خيار الشراء وحقوق خيار البيع.<sup>2</sup>
  - **حق خيار الشراء (Call Option):** يكون فيه للمشتري (مشتري الخيار) الخيار وليس الإلتزام في شراء أصل معين بسعر متفق عليه عند التعاقد في تاريخ معين أو خلال مدة معينة مقابل عمولة تُدفع إلى البائع (محرر الخيار). وينفذ الخيار عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ
  - **حق خيار البيع (Put Option):** يكون فيه للبائع (مشتري الخيار) الخيار وليس الإلتزام في بيع أصل معين بسعر متفق عليه عند التعاقد في تاريخ معين أو خلال مدة معينة مقابل عمولة تُدفع إلى المشتري (بائع الخيار). وينفذ الخيار عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.
- وقد يضاف إليهما نوع ثالث هو: **عقد الخيار المزدوج (المركب)** وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء ويمقتضاه يصبح للمالكه الحق في أن يكون بائعًا أو مشتريًا للأصل محل التعاقد، بحسب ما تقتضيه مصلحته.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Hans-Peter-Deutsch, **Derivatives and Internal Models**, Palgrave Macmillan, fourth edition, 2009, p60

<sup>2</sup> Michael G.Thomestt, **Put Option Strategies For Smarter Trading**, Pearson Education, 2010, p 6



### 3. عقود المبادلات (Swap Contracts):

هي عقود تبرم بين طرفين يتفقان على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة لاحقة.<sup>2</sup> وتتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية، الخ) وهو عقد ملزم لأطراف العقد على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات ومدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.<sup>3</sup>

تم التعامل بعقود المبادلات لأول مرة سنة 1970 بالنسبة للعمّلات الأجنبية وفي سنة 1971 بالنسبة للأسعار الفائدة ومن ثم تطور التعامل بعقود المبادلة لتشمل أصولا أخرى.

#### - أنواع عقود المبادلة:

من أبرز أشكال عقود المبادلة: عقود مبادلة العمّلات و عقود مبادلة الفائدة

#### ■ مبادلة العمّلات الأجنبية (Foreign Currency Swaps):

في هذا النوع فإن أحد الطرفين يكون محتفظا بعملة معينة ولكنه يرغب في تدفقات نقدية من عملة أخرى. وعمّلية مبادلة العمّلات الأجنبية ينتج عنها ثلاثة أنواع من التدفقات النقدية:

- عند بدء عمّلية المبادلة فإن الطرفان يقومان فعليا بعمّلية مبادلة نقدية، وهذا على العكس من عمّلية مبادلة سعر الفائدة التي يتم فيها تبديل القيمة الصافية فقط من عملة محددة.
- يقوم الطرفان بتبادل دفعات دورية للفائدة لكل منهما خلال فترة حياة اتفاقية المبادلة
- عند اكتمال عمّلية المبادلة فإن الطرفان يقومان مرة أخرى بتبادل المبلغ الأساسي الذي تبادلاه في بداية العمّلية.

#### ■ عقود مبادلة أسعار الفائدة:

في عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم) بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت. والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك يدعى بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال، لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة، هي التي تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> يوسف الشيبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، ص13

<sup>2</sup> سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص33

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق - بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 138

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 138

### III. مخاطر المشتقات المالية :

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر كبيرة وغير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات. وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساساً في: مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، مخاطر التشغيل (المخاطر الرقابية)، المخاطر القانونية... الخ.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، بحث مقدم إلى مؤتمر: الأزمات الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها وعلاجها، كلية الشريعة، جامعة الجرش، من 14-16 ديسمبر 2010، ص 5

### المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية:

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتيجيات وقدرات كبيرة لوضع قراءات استشرافية لتوجهات مستقبلية، وكأي عملية إدارية فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط والأخذ بعين الاعتبار ظروف عدم التأكد المحيطة ببيئة الاستثمار، وعليه غالباً ما يحاول المستثمر تحقيق توازن عملياته الإستثمارية من خلال المفاضلة بين مكوائها، والتي تتمثل أساساً في العائد والمخاطرة، فالمستثمر العقلاني هو الذي يحاول تجنب أكبر قدر ممكن من المخاطرة مع تحقيق أفضل العوائد، وهذا يتطلب منه وضع الاستراتيجيات المناسبة لتفادي الوقوع في المخاطر وكذلك تسيير عملياته الاستثمارية في حالة الوقوع في مخاطر غير محتملة.

من خلال ما يلي سيتم التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بمخاطر العمليات المالية، وكذا استراتيجيات التحوط وإدارة تلك المخاطر ومن ثم سيكون هناك عرض لسلسلة من الأزمات التي عصفت بالأسواق المالية، كنماذج لتقييم الأسواق المالية التقليدية.

### المطلب الأول: مميزات عن مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية:

تعتبر المخاطر من السمات الأساسية المتعلقة بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية، وقد ازدادت تنوعاً نتيجة زيادة الأنشطة الاقتصادية، واتساع دائرة الاستثمار المالي، وفيما يلي عرض مختصر لأهم الجوانب المتعلقة بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

#### 1. ماهية المخاطر المالية:

يمكن التطرق إلى ماهية المخاطر المالية على النحو التالي:

#### 1- تعريف الخطر:

عموماً مصطلح خطر يدل على إمكانية حدوث آثار سلبية، كما تعني المخاطرة احتمالية السلبية في الحدث مطلقاً، وفي مجال الاستثمار تعرف على أنها احتمالية أن يكون العائد المحقق (الفعلي) مختلفاً عن العائد المتوقع (Expected Return)<sup>1</sup>، والعائد الفعلي هو العائد الذي تم تحقيقه فعلاً من عملية الاستثمار في الأصول المالية، أما العائد المتوقع فهو العائد المتوقع الحصول عليه خلال فترة حمل الأصل لفترة مستقبلية. والعلاقة بين العائد والمخاطرة هي طردية، فكلما كانت درجة المخاطرة كبيرة كلما ارتفعت قيمة العائد المطلوب على الاستثمار.

#### 2- أنواع المخاطر الاستثمارية: تنقسم المخاطر الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين هما:

<sup>1</sup> محمد نور علي عبد الله، تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1998، ص 10

● المخاطر المنتظمة: (Systematic Risks)

وهي المخاطر المتعلقة بمخاطر السوق.<sup>1</sup> حيث يعكس هذا النوع من المخاطر طبيعة النظام المالي الذي يعمل في ظلّه المستثمر. وتحدث المخاطر المنتظمة بسبب عوامل تؤثر على جميع الأوراق المالية الموجودة في سوق الأوراق المالية. وتعدّ التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطر المنتظمة ويكون دورها بإحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية ويكون هذا التحرك بالاتجاه نفسه.<sup>2</sup> ويمكن قياسها بمعامل بيتا. ولذلك فإن مصدرها هي الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق، ويتضمن ذلك أسعار الفائدة والتقلبات في أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع.<sup>3</sup> هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبها بالتوزيع (الاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية والقطاعات) داخل الإقتصاد الواحد<sup>4</sup> ولكن يمكن ذلك عن طريق التنوع الدولي أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة.<sup>5</sup>

● المخاطر غير المنتظمة: (Unsystematic Risks)

المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة، تعرف بأنها التقلبات في العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقدمة لمنشأة معينة أو صناعة معينة مثل مخاطر ضعف كفاءة الإدارة ومخاطر الدورات التجارية الخاصة ومخاطر الصناعة.<sup>6</sup> وهذا النوع من المخاطر يمكن تجنبه أو السيطرة عليه من خلال التنوع القطاعي بحيث تكون هناك استثمارات في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، وتحسين أداء العاملين وكذا التخطيط الجيد بالمؤسسة تقاس المخاطر غير المنتظمة بالانحراف المعياري و التباين أو معامل الاختلاف.

3- مصادر المخاطر: تتمثل أهم مصادر تحقق المخاطرة فيما يلي:

■ مخاطر تغير سعر الفائدة: (Interest Rate Risk) وتتمثل المخاطر هنا في الخسائر التي قد يتعرض لها حامل السند عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة هي عكسية.<sup>7</sup>

<sup>1</sup> بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004، ص37

<sup>2</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 220

<sup>3</sup> موسى عمر مبارك، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II، اطروحة مقدمة لمتطلبات الحصول على دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص20

<sup>4</sup> عمرعتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (متقدمة، ناشئة)، مجلة العلوم الانسانية، العدد 45 شتاء 2010، ص ص 3-4

<sup>5</sup> بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص37

<sup>6</sup> فرحات الصافي على، مخاطر صيغ الاستثمار في المصارف التقليدية والإسلامية، دراسة تحليلية مقارنة، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، الجامعة الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة الجزائر، 06-07 أبريل 2009، ص5

<sup>7</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، دار الراية، عمان، ط 1، 2009، ص 53

- **مخاطر السوق (Market Risk)** حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة وغير المتوقعة، كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق.<sup>1</sup>
- **مخاطر التضخم:** يؤدي التضخم إلى تراجع القوة الشرائية على العائد المتوقع من الثروة المستثمرة، وتصل مخاطر القوة الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل السندات.
- **مخاطر الرافعة المالية:** الرافعة المالية تعرف على أنها تمويل نسبة من أصول المنشأة بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت على أمل زيادة عائد حملة الأسهم العادية، وبذلك تزداد الرافعة المالية لأي شركة بزيادة استخدام الأموال المقترضة في التمويل عن استخدام الأموال المملوكة في هذا الغرض.
- **الخطر السياسي:** هناك أحداث يتعرض لها السوق المالي بحيث تعمل على تغيير توقعات المستثمرين ومنها الأحداث السياسية والعسكرية المحلية والعالمية والتي تؤثر على نفسية المستثمرين، وفي بعض الأحيان تكون هذه الأحداث فجائية وسريعة بحيث تتأثر بها نفسية المستثمرين فتعمل على تغيير اتجاه السوق المالي.<sup>2</sup>
- **المخاطر القانونية:** وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للقيود المالية مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حال العسر والإفلاس.<sup>3</sup>
- **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما الإستثمارات التي تكون في الأسواق العالمية.

<sup>1</sup> زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، ط 3، 2006، ص 285

<sup>2</sup> إياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الأكاديمية العربية المفتوحة بالدمار، 2009، ص 9

<sup>3</sup> بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المنتدى العلمي الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، أيام

20-21 أكتوبر 2009، ص 12

## II. قياس الخطر المالي :

بصفة عامة - يمكن تحديد العديد من المقاييس الإحصائية أو المالية للتعبير الكمي عن المستوى النسبي للخطر، ويمكن تصنيف تلك الأدوات في مجموعتين، هما:<sup>1</sup>

- مجموعة المقاييس التي تعتمد على الأدوات الإحصائية: وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام، أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات: المدى، التوزيعات الإحصائية، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا

- مجموعة المقاييس التي تعتمد على أدوات التحليل المالي: وهي تعتمد على قياس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير، وبخاصة الدائنين، في الآجال المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين. ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد، ما يلي: نسبة المديونية، نسبة التداول، درجة الرافعة الكلية ( مؤشر حساسية ربح السهم للتغير في المبيعات)، نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون. نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل.

## III. إدارة المخاطر المالية: ( The Financial risk management )

بشكل عام إدارة المخاطر هي عملية قياس وتقييم للمخاطر وتطوير استراتيجيات لإدارتها. أما إدارة المخاطر المالية فهي تركز على تلك المخاطر التي يمكن إدارتها باستخدام أدوات المقايضة المالية.<sup>2</sup>

تختلف المفاهيم المصاغة عن إدارة المخاطر باختلاف وجهات نظر أصحابها، ومن بين تلك المفاهيم، المفهوم الذي قدمه خالد وهيب الراوي، حيث يرى أن إدارة الخطر تتمثل في تحديد، تحليل والسيطرة الاقتصادية على هذه المخاطر التي تهدد الأصول ( بنوعيتها، الأصول البشرية وغير البشرية ) أو القدرة الإيرادية لمشروع.<sup>3</sup>

كذلك هناك المفهوم الذي جاء به Brigham, E.F., & Houston, T.F., 1998- حيث عرف إدارة المخاطر المالية بالمنشأة على أنها "تلك العمليات المالية التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد والخطر المرتبطين بالاستثمار في المنشأة، وذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، وأنها تتضمن ثلاث مراحل، هي:<sup>4</sup>

1- تحديد وتعريف الخطر المالي

2- قياس الخطر المالي

3- إدارة الخطر المالي

<sup>1</sup> محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، مرجع سبق ذكره، ص15

<sup>2</sup> نوري منير، براك نعيمة، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية وأهميتها في تحدي الأزمات المالية التوصيات والمتطلبات، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية " النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05-06 ماي 2009، ص2

<sup>3</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص10

<sup>4</sup> محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005، ص6

بعد أن تم التطرق لأهم المخاطر المرتبطة بعمليات الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية فيما سبق، سيتم من خلال التالي عرض المرحلتين الثانية والثالثة من عملية إدارة المخاطر.

#### IV. استراتيجيات إدارة المخاطر المالية:

يمكن أن تتبع مرحلة إدارة الخطر أحد ثلاث الإستراتيجيات التالية: الاحتفاظ بالخطر (Retention), أو تخفيض الخطر (Reduction), أو تحويل الخطر (Transference).<sup>1</sup>

##### 1 - الاحتفاظ بالخطر (إستراتيجية ترك الموقف مفتوح): (To leave the position open)

تعتمد الشركة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول الخطر Acceptance.

##### 2 - إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة: (To take a calculated risk)

ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالمنشأة - والتي لا ترغب المنشأة في تحمل أكثر منها- ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالمنشأة حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخطر مثل: التنوع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة التشغيلية تبعاً لظروف الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل)، واستخدام الأدوات المالية المشتقة للحماية ضد مخاطر الأسعار.

##### 3 - إستراتيجية تغطية كل الخطر: (To cover all the risk)

ويقصد بذلك تحييد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر، وتحويل الخطر أو النقل هو وسيلة لتقليل تعرض جهة معينة لآخطار معينة باتخاذ ترتيبات يتحمل بمقتضاها طرف آخر عبء هذه الآخطار كله أو جزءاً منه. ويمكن الوصول إلى ذلك بإبرام شروط تعاقدية تفرض على الطرف الآخر التعويض عن أنواع معينة من المسؤولية أو الخسائر أو الضرر.<sup>2</sup> مثل: التغطية الكاملة أو التأمين ضد الخطر باستخدام أدوات الهندسة المالية، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر. وفي العقود الأخيرة أين ظهرت المشتقات المالية، أصبحت هذه أداة أساسية للتحوط في المعاملات المالية وتجنب مخاطرها.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص18

<sup>2</sup> نيل كروكفورد، ترجمة تيسير حمد التريكي، مصباح كمال، مدخل إلى إدارة المخاطر، شركة ليبيا للتأمين، ط3، 2007

## المطلب الثاني: المشتقات المالية واستخدامها لإدارة المخاطر:

عادة ما يتم استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر، فقد اتسع التعامل بالمشتقات المالية في السنوات الأخيرة ليس كأداة للتحوط فقد بل أيضا كأداة لتوليد مصدر دخل. كذلك من أسباب القبول الواسع النطاق للمشتقات المالية هو مرونتها، ذلك أن أغلب الأدوات المالية المشتقة هي عقود خاصة بين طرفين (تفاوضية) وبالتالي تكون البنود والشروط المتفق عليها في العقد مرضية لأطراف العقد.

يختلف استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر عنها كأداة للاحتياط منها، حيث إن استخدام المشتقات كأداة لإدارة المخاطر، إنما تعنى استبدال أحد المخاطر القائمة بمخاطر جديدة تكون أقل تكلفة وأكثر مرونة مما يمكن المؤسسات المصرفية والمالية من تحقيق الأرباح أو تجنب الخسائر، بينما نجد استخدام المشتقات كأداة للاحتياط من المخاطر، إنما يعنى تقليل التعرض لنوع معين من أنواع المخاطر مقابل التحلي عن بعض الفرص لتحقيق الأرباح.<sup>1</sup>

ويمكن توضيح توسع التعامل بالمشتقات المالية من خلال مقارنتها بالنتائج المحلي الإجمالي العالمي. فعندما كان حجم الناتج الإجمالي الدولي 29,99 ترليون دولار عام 1999 بلغ حجم المشتقات المالية المتداولة في السوق العالمي 88,2 ترليون دولار.<sup>2</sup>

### 1. التوريق واستخدامه للتحوط وإدارة المخاطر:

يعتبر التوريق أداة مالية حديثة لإدارة السيولة وتحويل المخاطر. والتوريق يعنى "تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين". ويتم تحويل الموجودات المالية من المقرض الاصلي الى مستثمرين جدد عن طريق وسيط يتمثل في شركات تسمى "الوسيلة ذات الغرض الخاص" Special Purpose Vehicle (SPV) التي تشتري سندات الدين الأصلية من الدائن الأصلي وهو البنك عادة، ثم تصدر سندات جديدة تطرح للبيع، مع انتقال الضمانات المصاحبة لسندات الدين الأصلي الى السندات الجديدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبو هدى، بلحسن فيصل، عبو عمر، إدارة مخاطر المشتقات المالية، بحث مقدم الى المتقى الدولي الثالث حول: استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008، ص9

<sup>2</sup> طارق خان الله، حبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات رقم 5 المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003، ص58

<sup>3</sup> سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، بحث مقدم الى المتقى الدولي الثالث حول: استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008، ص2



ترتبط عملية التوريق إرتباطا وثيقا بالرهون العقارية، حيث عرفت الولايات المتحدة الأمريكية عملية التوريق عام 1970 لحل أزمة الإسكان.

بلغ حجم سوق التوريق 500 بليون دولار عام 1994 في الولايات المتحدة الأمريكية، وبلغت القروض المورقة سندات أوربية بملغ مماثل.<sup>1</sup>

### استخدام التوريق في التحوط وإدارة المخاطر :

يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية للتحوط ضد المخاطر، خاصة مخاطر السيولة ومخاطر الإفلاس. ويمكن إبراز ذلك من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية.

- رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أنّ التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر السندات جزء من رأس المال)، بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق.

- أداة تمويلية جدّ تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصّغيرة والمتوسطة (PME)، حيث أنّ تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3% و 5% وهي أقلّ بكثير من تكلفة الإقتراض المصرفي.

- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الإئتمان وغيرها.

- تقليل مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الإقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، ط1، 2008، ص53

<sup>2</sup> راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر - قراءة في القانون رقم 06-05 الصادر في 20 فبراير 2006 المتضمّن توريق القروض الرهنية، بحث مقدم في المنتدى الدولي الأول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص8

- إنحسار احتمالات تعرّض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الرّائدة.
- تخفيف وطأة المديونية، ممّا يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- تنشيط السّوق الأولية في بعض القطاعات الإقتصادية مثل العقارات والسيّارات وبطاقات الإئتمان، كما أنّ إنخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفّر مناخاً مناسباً للقيام بنشاط التّوريق.
- التّوريق أداة تساعد على الشّفافية، وتحسين بنية المعلومات في السّوق، لأنّه يتطلّب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسّسات في عملية الإقراض، ممّا يوفر المزيد من المعلومات في السّوق لإنجاح التّمويل.

### المطلب الثالث: مظاهر من أزمات الأسواق المالية:

من سمات إقتصادات السوق التقلبات الفجائية. وقد ازدادت هذه التقلبات منذ بداية نشوء الأسواق المالية وتطور التعامل فيها.

ويقصد بأزمة أسواق المال الدولية التدهور الحاصل في الأسواق المالية والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية نتيجة للتدهور الحاد والمفاجئ في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم وبالتالي الآثار السلبية التي يتركها هذا التدهور على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية. وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة (Confidence Crisis) في النظام المالي.<sup>1</sup>

على مدى العقود الثلاثة الماضية، حدثت الاضطرابات المالية كل ثلاثة سنوات تقريبا. كانت هناك سلسلة من الأزمات المالية بدأت مع انهيار سوق الأسهم عام 1987م، أزمة الائتمان عام 1990، وتلتها عدة اضطرابات وعلى الأخص تلك التي حدثت في المكسيك في نهاية 1994، في شرق آسيا بين عامي 1997 و1998، وفي روسيا خلال صيف 1998، في البرازيل 1999، في تركيا 2001، ثم الارجتنتين خلال 2001 و2002، ومن المحتمل أن يسجل التاريخ أزمة الرهن العقاري الأخيرة (2008) في الولايات المتحدة الأمريكية كأسوأ كارثة مالية ناجمة عن انهيار سوق الرهن العقاري.<sup>2</sup>

وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى عدد من التقلبات التي عرفها السوق المالي:

#### 1. أزمة الكساد الكبير 1929:

شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون من زيادات في المستوى المعيشي والإقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك

<sup>1</sup> عرفان الحسني، الإقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، ص2

<sup>2</sup> Wahida Ahmad, Rafisah Mat Radzi, Sustainability of Sukuk and Conventional Bonds during Financial Crisis: Malaysian Capital Market, p7

وذلك نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها هذه الفترة. هذا الرخاء، أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الإقراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية والأجهزة، فزاد ذلك من حدة الديون.<sup>1</sup> وكنتيجة للأوضاع المذكورة، انصبت المضاربة على سوق الأوراق المالية، وارتفعت أسعار الأوراق المالية وأدت هذه السلوكيات إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات، ففي منتصف العام 1928 بلغت مكاسب مؤشر داو جونز حوالي 42% واستمر هذا الارتفاع في أسعار الأدوات المتداولة حتى بداية سبتمبر (1929)، وخلف هذا الارتفاع الكبير كانت هناك توقعات من طرف الاسشاري المالي (Roger Babson) بحدوث انهيار في الأسواق المالية. وبالفعل صدقت توقعاته فكان أول هبوط في الأسعار في يوم 5 سبتمبر، واستمر تراجع الأسعار فكانت بواذر التدهور ومن ثم الإنهيار واضحة.

وفي سنة 1930 تبين حقيقة أن الإقتصاد الأمريكي يواجه أزمة خطيرة وليس مجرد ركود طفيف، واستمرت الدوائر الأمريكية الحاكمة في إصدار المزيد من السندات لتمويل الأشغال العامة للمحافظة على الاستخدام والقوة الشرائية، وفي نفس السنة، ارتفعت البطالة إلى 8% بعدما كانت 0,9% عام 1929، واستمرت بالارتفاع في السنوات التالية إلى غاية 25,1% سنة 1933. وخسر مؤشر داو جونز خلال سنوات الكساد حوالي 90% من قيمته وانخفضت أسعار الأسهم الرئيسية بحوالي 99% ومما أسهم في تفاقم الأزمة العالمية الكبرى واستمرار شدتها نقص المعلومات وعدم انتشارها وبالتالي عدم شفافية العمل في الأسواق المالية. بالإضافة الى تصرفات المضاربين غير العقلانية. وكل هذه العوامل أدت إلى زعزعت الثقة بالوسطاء والمؤسسات والأسواق وخلق حالة من الهلع المالي.

## II. أزمة الإثنين الأسود ( أزمة أكتوبر 1987):

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للإفتتاح في يوم الإثنين الأسود -19 أكتوبر 1987- وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأوراق الحاضرة فقط بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل.<sup>2</sup> تسبب الخلل الذي حدث في الأسواق المالية يوم الإثنين في انهيار مؤشر «داو جونز الصناعي» بنسبة 23% ( أكثر من 500 نقطة) في يوم واحد وهو أكبر هبوط في تاريخ المؤشر. وبفضل الإجراءات السريعة التي قام بها البنك الفدرالي الأمريكي استعادت الأسواق المالية عافيتها ولم تكن حدة أزمة 1987 بتلك الحدة التي كانت بها أزمة العام 1929.

<sup>1</sup> بلحمدي سيد علي، كمال العقرب، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايات المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية

وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05-06 ماي 2009، ص9

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 583

### III. أزمة وول ستريت العام 1989:

الأزمة التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية في عام (1989-1990) والتي عرفت باسم "أزمة سندات أيجانك" قد نتجت عن التوسع في مجال ابتكار الأوعية الاستثمارية ذات المخاطر العالية، رغبة في الحصول على عوائد وأرباح مالية مرتفعة. ومن هنا، كان وصف هذه السندات التي تدخل في دائرة "المشتقات" بأنها سندات سيئة السمعة.<sup>1</sup>

إن الإرتفاع الدرامي في الأسواق العالمية للأسهم خلال عقد ثمانينات القرن العشرين، وتجربة الإثنين الأسود Black Monday في أكتوبر 1987، قد قادت عددا من المعلقين إلى استنتاج أن أسعار الأسهم ليست نتيجة السلوك الرشيد للتعظيم (rational maximizing behavior)، ولكن نتيجة التعبير عن العوامل النفسية في السوق، والتي لا ترتبط بالعوامل الأساسية. وهذه النظرة التي ربما تعود إلى الماضي، على الأقل إلى أيام الاقتصادي الشهير "كيتز"، قد تم ادراجها بشكل رسمي في نموذج ينظر إليه معظم الاقتصاديين، باعتباره نموذجا بديلا يحل محل فرضية كفاءة الأسواق. ويطلق على النموذج الجديد "نموذج التاجر الصاحب" (THE NOISE-TRADER PARADIGM). يعد هذا النموذج محاولة للجمع بين التحليل الفني، مع نظرة تقليدية أكثر للسلوك الاقتصادي المبني على سلوك التعظيم الرشيد. وحيث يتمتع هذا النموذج بقابلية عامة للتطبيق على جميع أسعار الأصول.<sup>2</sup>

### IV. الأزمات التي عرفت فترة التسعينات:

شهدت فترة التسعينات عدد من التقلبات في الأسواق المالية اختلفت درجة حدتها وظروف حدوثها. ويمكن من خلال الجدول التالي التطرق إلى أهم تلك التقلبات. الجدول (1-1): التقلبات التي عرفت فترة التسعينات

المجال الجغرافي	الفترة	عدد التقلبات
أوروبا	جوان 1992 - أكتوبر 1993	16
أوروبا وأمريكا اللاتينية	ديسمبر 1994 - سبتمبر 1995	3
آسيا واوروفا وأمريكا اللاتينية	جويلية 1997 - جانفي 1998	28

المصدر: هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 268

<sup>1</sup> مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر: الجوانب

القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية، في الفترة من 01-02 افريل 2009، قاعة السنهوري، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ص 19

<sup>2</sup> سي بول هالوود - رونالد ماكدونالد - تعريب محمود حسن حسني ومراجعة ونيس فرج عبد العال، النقود و التمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007، ص ص 446-447

## V. الأزمة المالية العالمية 2008:

إضافة إلى أزمة فقاعة الانترنت التي انفجرت مع بداية الألفية الثالثة، عصفت بالإقتصاد العالمي أزمة لا يزال يعيش تداعياتها.

ظهرت الأزمة عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، فيما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، حيث تعد العقارات في أمريكا أكبر مصدر للإقراض والاقتراض. وتعود بداية الأزمة حين توسعت المؤسسات المالية الأميركية في منح قروض سكنية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء السكنات، وارتفع معدل التمليك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69.2% سنة 2004.<sup>1</sup> ونتيجة لحدوث أزمة ائتمان صاحبها نقص حاد في سيولة معظم البنوك الأميركية بسبب عجز معظم المقترضين عن سداد ديونهم ومستحققاتها، بسبب الإرتفاع الذي عرفته أسعار الفائدة، لجأت هذه البنوك إلى القيام بعملية توريق لديونها التي هي في الأصل ديون معدومة، ومن ثم تحولت تلك القروض المدومة والتي كانت برهونات عقارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في مختلف الأسواق المالية، ونتيجة للترابط الكبير بين مختلف الأسواق المالية العالمية كانت سرعة انتشار الأزمة مذهلة. وآثارها كانت ولازال لها وقع كبير على اقتصاديات العالم، النامية منها والمتقدمة.

هناك إجماع على أن الأزمة المالية التي حدثت العام 2008 لا تتصل بأسباب انفجار الفقاعة العقارية أكثر من اتصالها بمشاشة النظام المالي العالمي. هذا النظام الذي يقوم بطبيعته على مبدأ الحياد الديني والأخلاقي مما يجعل السوق المالي مجالاً خصباً لإشباع كل الرغبات وكل الدوافع إنتاجية كانت أو مضاربية أو مقامرة.<sup>2</sup> وهذه حقيقة ملموسة باعتبار أن مصادر التمويل الكلاسيكي تتمثل أساساً في البنوك بالإضافة إلى السوق المالية. حيث أن مستوى نشاط هذه الهيئات (البنوك، والسوق المالي) وحجم المعاملات التي تتم فيهما يعتمد على متغيرين أساسيين هما سعر الفائدة والمضاربة، وهذان المتغيران يعدان سببان رئيسيان لمختلف الأزمات التي يشهدها النظام المالي والاقتصادي العالمي.<sup>3</sup>

يتضح مما سبق أن حدوث الأزمات المالية في الأسواق المالية يمثل إنحرافاً بها عن وظيفتها الأساسية الإيجابية، والمتمثلة في تحفيز الإدخارات وتعبئتها ومن ثم تفعيل تحويل الإدخارات إلى استثمارات وتوجيهها على النحو الصحيح لتحقيق التوازن في الاقتصاد .

<sup>1</sup> عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة فيالملتقى الدولي:

الإقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص 4

<sup>2</sup> سيف الدين ابراهيم تاج الدين : نحو نموذج اسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي، مجلد3، عدد1، 1985، ص71

<sup>3</sup> بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم

الإسلامية، يومي 06-07 أفريل 2009، ص 6

إضافة إلى المشتقات المالية هناك اتفاق عام على أن أكبر الانحرافات التي تحدث في السوق المالي تتمثل في البيع على المكشوف والشراء الهامشي، وهي كلها انحرافات زادت من معضلة أزمات الأسواق المالية، خاصة الأزمات المنفجرة خلال العقود الأخيرة.<sup>1</sup> وهذه الانحرافات التي تحدث في السوق المالية قد تصل إلى حد الدخول بالاقتصاد كله في أزمة وبحيث لا تقتصر الأزمة على هذا السوق وحده. والأزمات التي حدثت منذ عام 1929 ووصولاً إلى عام 2008 لدليل على ذلك.

من السمات الأساسية للأزمات المالية أنها تكون فجائية مع سرعة انتقالها من قطاع إلى آخر داخل البلد نفسه ومن بلد إلى آخر، والبلاد النامية لم تكن ولا مرة في منى عن الآثار السلبية للأزمات المنفجرة في الدول الصناعية، كما أن آثارها كانت تختلف من بلد إلى آخر، وقنوات تأثيرها هي الأخرى كانت تختلف باختلاف الهيكل الاقتصادي للبلد.

- هناك عدة صفات وخواص تتعلق بالبلاد النامية تجعلها أكثر عرضة لمثل هذه الأزمات، ولعل أهمها ما يلي:<sup>2</sup>
- قلة المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن الاحوال في هذه البلاد، قد تدفع بعضهم إلى مجرد الاكتفاء بتقليد سلوك من يعتقدون أنهم أكثر دراية ومعرفة بالاحوال منهم.
  - القابلية الشديدة للعدوى وانتقال الازمات من بلد إلى آخر وذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية للتمييز بين الازمات الحقيقية لمختلف البلاد، ففقدان الثقة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى فقدانها في بلاد أخرى على الرغم من اختلاف الظروف وقلة المبررات، وقد زادت السرعة التي يمكن ان يتحرك بها رأس المال في أسواق اليوم من خطورة هذه الظاهرة.
  - صغر حجم أسواق البلاد النامية مقارنة بحجم التدفقات الرأسمالية الدولية يجعلها أكثر عرضة للتقلبات حيث إن تغييرات صغيرة نسبياً في التدفقات المالية وفقاً للمعايير الدولية يمكن أن تؤدي إلى تغييرات كبيرة في أسعار الأصول.
  - ضعف القطاع المالي، وبالأخص البنوك، يؤدي إلى الإقبال على أنواع من الوساطة المالية غير الرشيدة وتراكم الديون قصيرة الأجل. ففي حالات الوفورات الاقتصادية غالباً ما يتم تداول التدفقات الرأسمالية الوافدة بأسلوب إلى الإفراط في الاعتماد على الاقتراض بالعملات الأجنبية وتراكم الدين قصير الأجل إما من جانب البنوك نفسها أو من جانب الشركات والمؤسسات مباشرة.
  - وجود ضمانات حكومية ضمنية في البلاد النامية يشجع الاقتراض غير الرشيد لهذه البلاد مما يجعلها أكثر تعرضاً للأزمات.

<sup>1</sup> رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، المنعقد في مكة المكرمة، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010، ص 29

<sup>2</sup> محمد الفينيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول إستراتيجية منع الأزمات وإدارتها، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص ص 21-22

- نوعية أنظمة أسعار الصرف التي تبنتها كثير من البلاد النامية من فئة الرابطة الهشة ، تساهم في المشكلة عن طريق خلق انطباع استقرار اسعار الصرف وثباتها مما يشجع المقترضين على تجاهل المخاطر المرتبطة بتغيرات سعر الصرف والاقبال على تجميع التزامات كبيرة بالعملة الأجنبية.
  - عدم الاستقرار السياسي في البلاد النامية تترتب عليه آثار أشد على تصورات المستثمرين وتوقعاتهم مما هو عليه الحال في البلاد الصناعية لأنه غالبا ما يثير شكوكا حول استقرار السياسات الاقتصادية وقد يؤدي إلى تدهور الإدارة الاقتصادية، ومن ثم فإن البلاد النامية التي يسودها عدم الاستقرار السياسي هي أكثر تعرضا لفقدان ثقة المستثمرين.
- في خضم ما يشهده الاقتصاد الرأسمالي من أزمات باتت معالم الطريق الثالث جلية للعيان، وهذه حقيقة ملموسة من خلال زيادة الإهتمام بالإقتصاد الإسلامي كنظام له قواعد وظوابط مستمدة من كتاب الله وسنة رسوله الصادق الأمين. خاصة وأن المؤسسات التي تعمل وفق الضوابط الشرعية لم تتأثر بالأزمة أو أن تأثرها كان جانبي.

## خلاصة الفصل الأول:

- من منطلق موضوع البحث، تم في الفصل الأول التطرق إلى الإطار النظري للسوق المالي، وقد تم التوصل إلى النقاط التالية:
- تعتبر الأسواق المالية قديمة النشأة وإن لم تكن على الشكل الذي هي عليه حالياً، وقد كان تطورها نتيجة تطور المجتمعات وتوسع دائرة النشاط الاقتصادي وضخامة المشاريع الاستثمارية ومن ثم زيادة حجم الموارد المالية التي لا يمكن جمعها إلا من طرف عدد كبير من المدخرين على اختلاف أحجامهم.
  - تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في الجمع بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ومن ثم تحفيز الإدخارات وتحويلها إلى استثمارات وتوجيهها على النحو الصحيح لتحقيق التنمية في الاقتصاد ورفع معدل نموه.
  - تحقيق السوق المالي لوظائفه مقرون بوجود مجموعة من الأدوات المالية، هذه الأخيرة التي تتنوع بين أدوات تمثل حق ملكية وأخرى علاقة مديونية، إضافة إلى وجود أدوات مالية مبتكرة.
  - ولأن الاستثمار في السوق المالي محفوف بمجموعة من المخاطر، منها العام والخاص، كان لابد من تبني استراتيجيات واضحة لإدارة هذه المخاطر بغرض تجنبها أو على الأقل التقليل منها في حالة تحققها.
  - رغم الميزة التي تحققها المشتقات المالية والتوريق كآليات للتحوط من المخاطر، إلا أنه تكتنفها هي الأخرى مجموعة من المخاطر تتعلق بالأصول محل التعاقد.
  - حدوث الأزمات المالية في الأسواق المالية يمثل انحرافاً بها عن وظيفتها الأساسية الإيجابية، وتعدد الأزمات التي أصبحت جزءاً من التاريخ الاقتصادي المعاصر لدليل على ذلك.
  - تعتبر المشتقات المالية، إضافة إلى البيع على المكشوف والشراء الهامشي من مسببات الأزمات المالية، وهي كلها عبارة عن عمليات تؤدي إلى انحراف السوق المالي عن وظيفته الإيجابية.
  - ارتباط الأزمات المالية بهشاشة النظام المالي الرأسمالي الذي يقوم على مبدأ الحياد الديني، مما ساهم في انتشار الممارسات الأخلاقية كالمضاربة والمقامرة، والتعامل بالمشتقات المحرمة... الخ. على العكس من ذلك كله نجد أن النظام المالي الإسلامي له توجه ديني وأخلاقي محدد ينعكس في الضوابط الخلقية والقيود الشرعية التي تستمد جميعها من كتاب الله وسنة نبيه. فأين هي أنظمة الدول الإسلامية المالية من هذا كله؟



الفصل الثاني  
واقع أسواق الأوراق المالية في  
الدول الإسلامية

## تمهيد:

نشأت الأسواق المالية في الدول الإسلامية منذ عقود خلت كبورصتي القاهرة والإسكندرية، إلا أن أغلبها حديث العهد بالشكل الذي هي عليه الآن.

معظم أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية كانت نشأتها في إطار برامج الإصلاحات الاقتصادية، فقد شهدت معظم الدول النامية (ومن بينها الإسلامية) في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق المالية في الدول الإسلامية في شكل معوقات تحول دون نمائها وفعاليتها.

وإدراكا من الدول الإسلامية بأهمية هذه السوق في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مجال الاستثمار وبالتالي العمل على الإسهام في تحقيق التنمية. فقد عملت الدول الإسلامية جاهدة على تطويرها وفقا للشكل الذي من خلاله تتحقق الوظائف الإيجابية لهذه الأسواق وذلك بالبحث عن سبل وآليات تنميتها وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب.

ونجاح هذه الأسواق يتوقف على توفر مجموعة من العوامل، كتوفر مناخ استثماري ملائم قائم ضمن هيكل اقتصادي سليم، وكذا توفر عوامل قانونية وتنظيمية، والأهم من هذا وذاك هو تبني فلسفة اقتصادية سليمة تتماشى مع عقيدة أفراد المجتمع.

في هذا الفصل من الدراسة سيتم التطرق إلى واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وذلك بالتطرق إلى أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، النشأة، التطور والخصائص، ومن ثم تحليل تطور أداء أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية بغرض الوقوف على أهم المعوقات التي تحد من تطورها، على أن يتم من خلال المبحث الثالث محاولة البحث في سبل تطوير أسواق الأوراق المالية من خلال تبني فلسفة السوق المالية الإسلامية.

## المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، النشأة، التطور والخصائص :

إدراكا من الدول الإسلامية بأهمية أسواق الأوراق المالية في تجميع مدخرات مختلف الوحدات على اختلاف أحجامها ومن ثم توجيهها نحو الاستثمارات التي تخدم عملية التنمية، قامت معظم هذه الدول بإنشاء أسواق أوراق مالية، كآلية يسهل من خلالها الجمع بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي.

## المطلب الأول: واقع اقتصاديات الدول الإسلامية :

من دون الخوض في جدلية العلاقة القائمة بين السوق المالي وبعض المتغيرات الاقتصادية مثل النمو الاقتصادي تكفي الإشارة إلى أن هناك علاقة تأثير متبادلة بين سوق رأس المال والاقتصاد، فهي تؤثر فيه وتتأثر به. فمن جهة هي تعتبر قناة هامة لتوفير الموارد المالية الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية ومن جهة أخرى فإن أداءها مرتبط بالبيئة الاقتصادية المتواجدة فيها من منطلق أن واقع السوق المالي هو من واقع الاقتصاد المتواجد به، كان لابد من أخذ فكرة ولو سطحية عن واقع اقتصاديات الدول الإسلامية .

يبلغ عدد دول العالم الإسلامي سبعة وخمسون دولة، تعتبر بلدان أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي\* تقع في إقليم جغرافي كبير ينتشر في أربع قارات مختلفة من ألبانيا (أوروبا) في الشمال إلى موزمبيق (أفريقيا) في الجنوب، ومن إندونيسيا (آسيا) في الشرق إلى غويانا (أمريكا اللاتينية) في الغرب. وبذلك تمثل هذه البلدان سدس مساحة العالم وخمس سكانه. وتشكل البلدان الإسلامية جزءا هاما من البلدان النامية على مستوى العالم، وإن كانت تشكل مجموعة اقتصادية غير متجانسة نظرا لاختلاف مستويات التنمية في كل بلد على حدا هناك حوالي عشرون دولة من الدول الإسلامية تصنف ضمن الدول الأقل نموا من حيث الضعف الاقتصادي، انخفاض الناتج المحلي للفرد، الموارد البشرية الضعيفة... الخ<sup>1</sup>

وبإلقاء نظرة سريعة على اقتصاديات الدول الإسلامية نلاحظ أنها تتفاوت من حيث مستوى تقدمها، ومستوى التنمية البشرية في كل منها، إضافة إلى تنوع هياكلها الإنتاجية ومواردها الطبيعية، وطبيعة صادراتها. فالقطاعات الأولية كالزراعة واستخراج النفط، والغاز، والمعادن، وصناعة الحاجر، والخدمات التقليدية تهيمن على معظم اقتصاديات هذه الدول. وعلى الرغم من وجود بنية أساسية جيدة في الدول الغنية منها ( المصدرة للنفط) إلا أن اقتصاديات هذه الدول لازالت ريعية وأولية، نظرا لاعتمادها على استيراد متطلباتها من السلع الاستثمارية، والوسيطة، والاستهلاكية، واستقطاب القوى العاملة بمختلف مستوياتها من الخارج، في حين

\* تأسست المنظمة في الرباط بالملكة المغربية في الثاني عشر من رجب 1389 هـ الموافق 25 سبتمبر 1969م تضم في عضويتها سبعا وخمسين دولة.

<sup>1</sup> تقرير مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية حول: المشاكل الاقتصادية للبلدان الأقل نموا والبلدان غير الساحلية الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز أنقرة، تركيا، 2009، ص 61

تعتمد دول إسلامية أخرى على تنوع إنتاجها ومصادر دخلها مثل مصر، والمغرب، وتونس، وباكستان، وسوريا، وإيران، لكنها مع ذلك تبقى دولاً نامية. أما تركيا، وماليزيا، وإندونيسيا، فقط قطعت مرحلة لا بأس بها نحو تطوير وتنويع هياكلها الإنتاجية ومصادر دخلها من خلال الاعتماد على التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتطورة أو ما يسمى باقتصاد المعرفة، وبالرغم من ذلك تبقى تصنف ضمن الدول النامية، لأنها ما زالت بعيدة عن الدول المتقدمة في هذا المجال.<sup>1</sup>

### 1 الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية:

يرتبط الأداء الاقتصادي للدول الإسلامية بمجموعة من التطورات الداخلية والخارجية، فأثر هذه المتغيرات يتفاوت من دولة إلى أخرى، وفقاً لتكيفها مع المحيط الإقليمي والدول وتطورات سوق النفط. وحسب البيانات المتاحة حول الدول الإسلامية نلاحظ من الجدول التالي أن نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي يتزايد باستمرار خلال الفترة 1990م إلى 2009م.

### الجدول (1-2): حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية

( مليون دولار أمريكي )

السنوات	1990	1995	2000	2003	2009*
الدول الإسلامية	639135	929148	1288182	1189155	3.235.4
الآسيوية	237865	323992	338245	202872	1.013.7
الأفريقية	1571	-	-	-	5
الأوروبية	397	521	393	-	12.2
الأمريكية	878968	1253661	1627020	1392027	4.266.3
الإجمالي					

المصدر: عبد الله تركستاني وآخرون، جدوى التكامل الاقتصادي الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص18.

\*التقرير الاقتصادي السنوي 2010 حول الدول أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية

والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، مركز أنقرة، ص65

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي في تزايد مستمر من سنة 1995م إلى سنة 2009. كما نلاحظ أن حجم الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية الآسيوية خاصة النفطية منها مرتفعاً بينما كان متباطئاً في الدول الأفريقية. وبشكل عام فإن الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية يظل ضعيفاً مقارنة بإجمالي الناتج المحلي في الدول المتقدمة الذي قدر سنة 2009 بـ 40,056,1 بليون دولار أمريكي أي ما نسبته

<sup>1</sup> عبد الله تركستاني، وآخرون، جدوى التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 22، 2008، ص7

69.13% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي بينما نسبة إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدول الإسلامية فقد قدر ب 7.17% لنفس السنة، وفي شهر جوان 2010 بلغ 7.6 ترليون دولار أمريكي وهو ما يمثل 11% من إجمالي الناتج المحلي العالمي.

من خلال استعراض الإحصائيات المتاحة للناتج المحلي الإجمالي في الدول الإسلامية، نلاحظ أن جهود التنمية انصبحت على تنمية قطاع الخدمات الذي يسيطر على جانب كبير منه القطاع الحكومي، إذ تبلغ مساهمة قطاع الخدمات 48,3% من إجمالي الناتج المحلي للدول الإسلامية لعام 2001 باستثناء بعض الدول الإسلامية كأفغانستان، والكامرون، وغينيا بيساو، وقيرغيزيا، وسيراليون، وتوغو حيث يساهم القطاع الزراعي بنسبة أكبر. وبشكل عام فإن مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الإجمالي بلغت 14,4% بينما الصناعة تساهم بنسبة 27,2% والصناعات التحويلية 16,9%. علما أن هناك تدي في مساهمة الصناعات التحويلية في معظم الدول الإسلامية باستثناء ماليزيا، وسوريا، وطاجاكستان، وأذربيجان التي تتجاوز فيها نسبة المساهمة في هذا القطاع 20%.

## II الديون الخارجية للدول الإسلامية:

بلغ إجمالي ديون العالم الإسلامي 657,5 مليار دولار في عام 2003م، ممثلة بذلك 27,3% من إجمالي ديون العالم النامي. وفي عام 2008م بلغ إجمالي الدين الخارجي لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي 903 بليون دولار بزيادة بلغت 6,8% عن السنة السابقة. وفي 2008م كان 18 بلد من بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي عبارة عن بلدان دائنة. وعلى الرغم من ذلك كان معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لدى بلدان المنظمة وحصتها في إجمالي ديون البلدان النامية تنخفض باستمرار. بلغ متوسط معدل الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لدى البلدان المدانة الأعضاء في المنظمة 32,9% في 2004م، ولكن انخفض هذا المتوسط باستمرار ليصل إلى 27,6% في 2008م. وخلال هذه الفترة، سجل حجم إجمالي الديون الخارجية لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي حصة منخفضة في إجمالي حجم الدين الخارجي للدول النامية. فانخفضت من 29,5% في 2004 إلى 26,2% في 2008، غير أنها عكست ارتفاعا في عامي 2006، 2007 لتصل إلى 30,1%

تصدر تركيا قائمة الدول الإسلامية من حيث حجم الدين الخارجي ( 277,3 مليار دولار، ما يعادل 38% من الناتج المحلي الإجمالي لديها)، إندونيسيا (150,9 مليار دولار، ما يعادل 29,5% من الناتج المحلي الإجمالي لديها)، كازاخستان ( 107,6 مليار دولار، ما يعادل 79,5% من الناتج المحلي الإجمالي لديها)، ماليزيا (66,2 مليار دولار، ما يعادل 29,9% من الناتج المحلي الإجمالي لديها)، وباكستان (49,3 مليار دولار، ما يعادل 30% من الناتج المحلي الإجمالي لديها).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي السنوي 2010 حول الدول أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، مركز أنقرة، تركيا، ص30

### III الاستثمار الأجنبي المباشر:

انخفضت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عام 2008م في العالم بأكمله، رغم أنها كانت في زيادة مستمرة حتى العام 2007، بانخفاض سنوي قدر بنسبة 14,3% مقارنة بسنة 2007. بلغ إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي 1697 بليون دولار في 2008 مع اتجاه غالبية هذه التدفقات إلى البلدان المتقدمة بنسبة 56,7% والباقي باتجاه الدول النامية. أما نصيب دول منظمة المؤتمر الإسلامي من تدفقات الاستثمار الأجنبي فقد بلغت في 2008 ما قيمته 183 بليون دولار بزيادة قدرها ثلاثة أضعاف ونصف الضعف عما كانت عليه في عام 2004م و2007م، وقد بلغت حصتها في إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر 10,8% في 2008م بعد أن بلغت ما نسبته 7,7% في 2007م.

تركزت تدفقات الاستثمار الأجنبي في بلدان المنظمة في عدد قليل منها. في 2008م تصدرت المملكة العربية السعودية قائمة هذه البلدان بنسبة 20,9% (38,2 بليون دولار) من إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى بلدان المنظمة تليها نيجيريا (20,3)، ثم تركيا (18,2 بليون دولار)، ثم كازاخستان (14,5 بليون دولار) ودولة الإمارات العربية المتحدة (13,7 بليون دولار). جنبا إلى جنب مع مصر، ماليزيا، إندونيسيا، قطر وباكستان شكلت هذه البلدان العشرة الأوائل بمنظمة المؤتمر الإسلامي 77,9% من إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى جميع بلدان المنظمة.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتضح جليا من أداء بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، أنها لا تزال غير قادرة على خلق بيئة اقتصادية داعمة وتأمين الظروف المطلوبة لجذب تدفقات المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر، وعليه فهي تحتاج إلى اتخاذ التدابير الكفيلة بخلق بيئة اقتصادية مواتية لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة. ولتحقيق هذا الهدف، تبرز الحاجة أكثر إلى القيام بمجموعة من الإصلاحات لتحسين مناخ الأعمال وتحفيز الاستثمارات المحلية والأجنبية على سواء. وهذا يتطلب بناء البنية التحتية الكافية والاستثمار في التكنولوجيا الحديثة لتحسين الكفاءات الإنتاجية التي لا تزال تشكل تحديا لغالبية بلدان أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي. والأسواق المالية هي واحد من المكونات الأساسية لخلق البيئة الاقتصادية المواتية والمحفزة لعملية الاستثمار، وعليه ينبغي على الدول الإسلامية الاهتمام بها، من خلال إنشاء أسواق أوراق مالية جديدة تتفق في هيكلها وعقيدة المجتمعات الإسلامية، أو اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لتصحيح القائم منها، لتلعب دورها كما ينبغي في تحقيق التنمية من خلال المساهمة في توفير ما تحتاجه من تمويل من خلال تسهيل عملية الانسياب السلس للموارد المالية من مواطن الفئات إلى مواطن العجز. وتجنب اللجوء إلى مصادر التمويل الأجنبية، خاصة القروض منها والتي تتحول في كثير من الأحيان من نعمة إلى نقمة على الجهة المستدينة.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص31

## المطلب الثاني: تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية بالدول الإسلامية :

تعتبر أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية على شكلها الحالي حديثة النشأة مقارنة بنظيراتها في الدول المتقدمة، وهي في الغالب أسواق أقل نمواً، أو نامية -صاعدة- في أحسن حالتها، باستثناء القلة القليلة التي ترتقي إلى مصاف أسواق الأوراق المالية المتقدمة.

ومما يدعم مكانة بعض الأسواق المالية القائمة في الدول الإسلامية ضمن الأسواق المالية الصاعدة (Emerging Markets)، والتي عرفتها مؤسسة التمويل الدولية بأنها أسواق مالية في الدول منخفضة أو متوسطة النمو حسب تقسيم البنك الدولي، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد، وتتمتع بقدرات متعددة مواصلة النمو والتقدم،<sup>1</sup> هو تنفيذها لبرامج الإصلاح الاقتصادي ولجوء الشركات إلى سوقي الإصدار والتداول بدلا من الالتجاء إلى الاقتراض من الجهاز المصرفي، وإعادة تنظيم سوق المال من الناحية المؤسسية وتوفير إطار قانوني جيد لسوق المال.

من خلال ما يلي سيتم عرض مجموعة من نماذج عن أسواق الأوراق المالية القائمة في بعض من دول إسلامية مختارة، نظرا لكثرة الدول الإسلامية من ناحية وتشابه أسواقها المالية من ناحية أخرى إضافة إلى نقص البيانات الخاصة بتطور مؤشرات وأداء بعض الأسواق، وذلك على النحو التالي:

### 1. نماذج من أسواق رأس المال في الدول الإسلامية العربية:

تعد بورصة الأوراق المالية في الدول العربية من بورصات الأوراق المالية الناشئة حديثة العهد، على الرغم من التاريخ القديم لبعض الدول مثل مصر في نشأة بورصة الأوراق المالية بها، إلا أن الخبرة العملية وحجم التداول والأدوات المالية يجعلها تصنف ضمن أسواق المال الناشئة.

من خلال ما يلي سيتم عرض نماذج من أسواق الأوراق المالية في دول إسلامية وذلك على النحو التالي:

#### 1. أسواق رأس المال في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا:

بالنسبة للبورصات العربية فحتى عام 1989 لم يكن في العالم العربي سوى خمس بورصات إضافة إلى البورصة المصرية وهي بورصة لبنان (1920) والمغرب (1967)، وتونس (1968) والكويت (1977) والأردن (1978)، وظلت بورصة لبنان معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف الحرب الأهلية في لبنان. وفي عام 1989 تم إنشاء ثلاث بورصات في البحرين ومسقط والعراق، وبدأت سوق نشطة للأسهم في السعودية،

<sup>1</sup> صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة "دراسة حالة الأسواق المصرية"، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص 10

وفي عام 1999 أنشئت أربع بورصات أخرى في كل من السودان، وقطر، والجزائر، وفلسطين، وفي عام 2000 تم إنشاء بورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة.<sup>1</sup>

#### أ. بورصة الأوراق المالية المصرية:

تعتبر البورصة المصرية أول بورصة أنشئت في المشرق العربي وشمال أفريقيا، حيث كان ذلك سنة 1883م تبعتها بورصة القاهرة التي تأسست عام 1889م للأوراق المالية، ولكن لم يستمر الحال لفترة طويلة فقد تم إغلاق البورصة مع حالة الكساد. وفي عام 1909م أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية وبسبب تغير الظروف الاقتصادية تم الاتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 تبعتها تعديلات عديدة بغرض تنظيم حسن سير عمل البورصة.

تركت قرارات التأميم في بداية الستينات تأثيرا شديداً الوطأة على البورصة، حيث انخفض عدد الشركات المقيدة بدرجة ملحوظة. واستمر الركود في سوق الأوراق المالية حتى نهاية الثمانينات حيث تم اتخاذ العديد من السياسات والإجراءات للتحويل بعد تطبيق سياسات الانفتاح الاقتصادي، وبلغ عدد الشركات المدرجة 640 شركة بلغت رؤوس أموالها 730 مليون جنيه وعدد أسهمها 61.4 مليون سهم عام 1985.<sup>2</sup> وخلال الفترة الممتدة من (1983-1991) شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986م.

وفي سنة 1992 صدر القانون الخاص بسوق رأس المال الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحدثت أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في للمعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين. وتشتمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين، والسماسرة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.<sup>3</sup>

وعلى غرار بورصة مصر للأوراق المالية فإن البورصة التونسية هي الأخرى تعتبر قديمة النشأة، إذ تعود نشأتها إلى سنوات الثلاثينات من القرن العشرين عندما تم إنشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي استمر نشاطه

<sup>1</sup> أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية عربية، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر حول: التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، عمان، الأردن، 20-22 سبتمبر 2004، ص64

<sup>2</sup> جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي ( مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس، 2007، ص17

<sup>3</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07/2009-2010، ص189



من 1937م إلى غاية 1945م، وهي السنة التي تم فيها إنشاء الديوان التونسي للقيام بموجب أمر يلزم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية بأن تمر بهذا الديوان، والذي باشر عمله رسمياً عام 1946م. وفي سنة 1969 وبموجب القانون رقم (13) المؤرخ في 1969/02/28 تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد الوطني، باشرت بورصة القيم المنقولة نشاطها في ماي 1970 م.<sup>1</sup>

كذلك هو الحال بالنسبة لبورصة الدار البيضاء حيث تعتبر هي الأخرى قديمة النشأة، ومنذ إنشائها سنة 1929م مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992م وكذلك قانون السندات لسنة 1941م ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في سوق إلا من خلال وسيط يكون مراسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب.<sup>2</sup>

#### ب. سوق رأس المال في السودان :

ترجع فكرة قيام سوق للأوراق المالية في السودان لعام 1962م حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية وتضمنت أهداف الخطة الخماسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية 1971/70م - 1975 /74م ضرورة إشراك رأس المال الخاص الوطني والأجنبي للاستثمار في المشاريع ذات الأهمية. إلا أن قانون سوق الأوراق المالية قد وضع عام 1993م بعد ما نصت عليه الإستراتيجية القومية الشاملة 1992-2002م ضمن الموجهات الأساسية للإستراتيجية الاقتصادية على ضرورة مكافحة التضخم بتفعيل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية هذا وقد أجاز في يونيو 1994م، وافتتح السوق رسمياً في يناير 1995م كسوق ثانوية لتداول الأسهم.<sup>3</sup>

تعتبر السودان من أوائل الدول التي عملت على وضع المبادئ والتوجيهات الضرورية لإنشاء أول سوق أوراق مالية إسلامي ((Khartoum Stock Exchange(KSE))، بحيث كانت كل معاملاتها تتم وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> صافي عمار، محددات الاستثمار أخفطي وآثارها على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص 137

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 224

<sup>3</sup> قندوز عبد الكريم، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة حسية بن بوعلي، الشلف، 2006-2007، ص 178

<sup>4</sup> Ausaf Ahmed, **Towards an Islamic Financial Market: A Study of Islamic Banking and Finance in Malaysian**, Islamic Development Bank Islamic Research and Training Institution, Research Paper - No. 45, p 34

أما الجزائر فتعود فكرة إنشاء سوق أوراق مالية بها إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م، إذ في نفس السنة صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، كما كان من الضروري تأسيس هذه السوق كمصدر إضافي للتمويل كون الجهاز المالي كان عاطلاً. وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.<sup>1</sup>

## 2. أسواق رأس المال في الخليج العربي:

نذكر في هذا الصدد على سبيل المثال لا الحصر أسواق الأوراق المالية (بورصات) التالية:

### أ. البورصة الكويتية:

يعتبر إصدار القانون رقم 15 لسنة 1960م، الخاص بإصدار قانون الشركات التجارية وما صاحبها من تنظيم من الناحيتين القانونية والمؤسسية لسوق الأوراق المالية الكويتي هو أحد العوامل المؤثرة التي أدت إلى التوسع في إنشاء شركات المساهمة خلال عقد الستينات إلا أن التنظيم القانوني لهذا لسوق لم يبدأ إلا في عام 1962 م حيث صدر القانون رقم 27 والذي يعتبر أول قانون كويتي خاص بتداول الأوراق المالية الصادرة في الخارج ثم صدر القانون رقم 32 لسنة 1970م في شأن الأوراق المالية الخاصة بالشركات، وأعقبه القانون رقم 33 لسنة 1975 بهدف تنظيم الاكتتاب والأسهم. و جدير بالذكر أن الفترة الممتدة من 1960م إلى 1972م شهدت تأسيس ثلاث عشرة شركة بلغ مجموع رأسمالها 35.8 مليون دينار كويتي ارتفع إلى 40 شركة عام 1977 برأس مال مدفوع قدره 319 مليون دينار كويتي.<sup>2</sup>

عرف سوق الكويت للأوراق المالية ما يسمى بـ "أزمة المناخ"، ظهرت بوادرها في أوت 1982 م. كانت السوق الموازية قد ظهرت في سنة 1979م، وذلك نتيجة لتوقف الحكومة عن تأسيس الشركات العمومية وطرح الأسهم، وقد عرفت هذه السوق بـ "سوق المناخ"، يتم فيها تداول أسهم الشركات التي لا تحقق شروط الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية الرسمي. حيث بلغ عدد تلك الشركات الخليجية 24 شركة خليجية بقاعدة 108 مليون دينار كويتي.

صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة في 14/8/1983م بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد. ونتيجة للغزو العراقي للكويت في أغسطس 1990م توقف التعامل في السوق لفترة 28 شهراً مما أدى إلى انخفاض عدد الشركات

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة حوليات جامعة قالة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 05، ديسمبر 2010، قالة، الجزائر، ص 2-3

<sup>2</sup> جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي ( مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)، مرجع سبق ذكره، ص 20

الدرجة من 54 إلى 28 شركة. وفي سنة 1993م تم دمج السوق الموازية مع السوق الرسمية. وفي 25 ديسمبر 1996م وقعت سوق الكويت للأوراق المالية اتفاقية إدراج متبادل مع كل من سوق البحرين وسلطنة عُمان.

ب. السوق رأس المال السعودي:

تعود نشأة سوق المال في المملكة العربية السعودية إلى عام 1934م، بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في "الشركة العربية السعودية". غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات على اثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر.<sup>1</sup>

وفي سنة 1984م صدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق. وفي السنة ذاتها أنشئت الشركة السعودية لتسجيل الأسهم.\* واعتباراً من العام 1985م أسندت مهمة المراقبة والإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم لمؤسسة النقد العربي السعودي.

وفي سنة 1990م تمت تألية نظام التداول في السوق وبتشغيل لأول مرة في الشرق الأوسط النظام الآلي (الإلكتروني) لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية، وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر ففز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة إلى أحجام كبيرة. كما تم في عام 2001م بدء العمل بنظام "تداول" الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريقة التعامل، بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراءات تنفيذ الصفقات.<sup>2</sup>

### ت. سوق عمان للأوراق المالية :

بدأ سوق عمان المالي مع بداية العقد الرابع من القرن العشرين حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة، وتلاه عدة شركات أخرى، ولان التداول في بادئ الأمر كان غير نظامي وكان يتم عبر أماكن متعددة، قامت الحكومة بالتفكير في إنشاء سوق نظامية للأوراق المالية، فكان تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم في 1978/1/1 وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد.<sup>3</sup> وفي سنة 1997 تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 والذي بموجبه تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني، بإنشاء هيئة الأوراق المالية لتصبح الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة.

<sup>1</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص172

\* تتمثل مهام الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، والقيام بكافة العمليات المساندة لتسوية الصفقات ونقل الملكية وتحويل الشهادات الخاصة بأسهم الشركات إلى إشعارات

<sup>2</sup>عجاز بن عبد الله السحيمي، سوق الأسهم السعودية، مسيرة حافلة بالتطوير والانجازات، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني (حريف2002)، ص2

<sup>3</sup>فيصل محمود الشواوه، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الأسس النظرية والعملية" دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص117

"أنشئت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية".<sup>1</sup>

## II. نماذج من أسواق رأس المال في دول إسلامية غير عربية:

ارتبطت نشأت أسواق الأوراق المالية في هذه الدول، بوجود الدول الاستعمارية على أراضيها، مثل سوق الأوراق المالية في اندونيسيا، ماليزيا، نيجيريا،... إلخ.

### 1. سوق الأوراق المالية بباكستان:

تعتبر بورصة كاراتشي (Karachi Stock Exchange (KSE)) أكبر البورصات في باكستان، تأسست في 18 سبتمبر 1947، شهرين فقط من استقلال باكستان، إضافة إلى بورصة كاراتشي يوجد بورصة لاهور (1974) وبورصة إسلام باد للأوراق المالية (1997).<sup>2</sup>

### 2. سوق الأوراق المالية باندونيسيا:

اقترن وجود سوق الأوراق المالية في اندونيسيا، بوجود الاحتلال الهولندي منذ سنة 1912، توقف نشاط السوق لفترة طويلة بسبب ظروف الحربين العالميتين، وتم إعادة فتحها من جديد سنة 1977، إن سوق الأوراق المالية في إندونيسيا بالمفهوم الحديث، لم تظهر إلا سنة 1992.

ما عزز النمو السريع في سوق الأوراق المالية باندونيسيا "بورصة جاكرتا (JSX)" هو الدعم المستمر من الحكومة الاندونيسية في إشراك القطاع الخاص في عملية التنمية، عن طريق تبني سياسة الخصخصة في إطار برنامج التعديل الهيكلي، شأنها في ذلك شأن معظم دول العالم النامية، الذي جاء تحت وصاية كل من صندوق النقد والبنك العالميين، وفي مارس 1995، تم افتتاح نظام التداول الآلي في بورصة جاكرتا

بدأ التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في اندونيسيا، سنة 1997، عندما قامت ( PT Danareksa Investment Management ) بإطلاق Shariah Danareksa، وفي سنة 2002، قامت ( PT Indosat ) بإصدار سندات إسلامية بقيمة 175 مليار روبية.<sup>3</sup>

### 3. سوق الأوراق المالية الماليزية:

ترجع محاولة إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزيا إلى الحقبة الاستعمارية البريطانية، غير أن تأسيس بورصة ماليزية ككيان مستقل، فقد تأخر إلى غاية عام 1973، عندما تم انقسام البورصة الماليزية إلى بورصة كوالالمبور للأوراق المالية وبورصة سنغافورة. (سيتم في الفصل الثالث التطرق إليها بشيء من التفصيل).

<sup>1</sup> بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال البورصات الأوراق المالية -دراسة حالة البورصات العربية مرجع سبق ذكره، ص 110

<sup>2</sup> Iqbal, Javed, Stock Market in Pakistan: An Overview, Munich Personal RePEc Archive "MPRA" Paper No. 11868, posted 04. December 2008, p3

<sup>3</sup> Misnen Ardiansyah, M.Si, Abdul Qoyum, Testing The Semi-Strong Form Efficiency of Islamic capital Market with response to information content of dividend announcement- a study in Jakarta Islamic Index, International Conference on Management (ICM 2011) PROCEEDING , p5

## 2. سوق اسطنبول للأوراق المالية:

في عام 1981م، صدر قانون سوق رأس المال (CML)، وبعد سنة واحدة أنشئ مجلس أسواق رأس المال (CMB)، وهي الهيئة التنظيمية الرئيسية، في 02 أكتوبر 1984م، قرر مجلس الوزراء إنشاء لائحة لعمليات تبادل الأوراق المالية والتي مهدت الطريق لتأسيس بورصة اسطنبول (ISE)، الذي افتتح رسمياً في نهاية عام 1985م.<sup>1</sup>

رغم أن رفع القيود المالية بدأ في عام 1981م، عندما تم إزالة القيود والضوابط على أسعار الفائدة، إلا أن التاريخ المرجعي للتحرير المالي يرجع إلى سنة 1989م عندما أزيلت القيود المسيطرة على تحركات رأس المال والعملية التركية أصبحت قابلة للتحويل، بعد هذا التاريخ أصبح النظام المالي لتركيا مفتوحاً على العالم الخارجي.<sup>2</sup>

## 4. سوق الأوراق المالية بنيجيريا:

تعود أصول سوق الأوراق المالية النيجيري إلى الحقبة الاستعمارية البريطانية في نيجيريا، بحلول نهاية السنة (1957)، أصدرت الإدارة الاستعمارية قانون القرض والأسهم العامة والقروض المحلية، وبعد عامين سنت قانون الشركات لضمان القروض، ومع ذلك بدأت الانطلاقة الحقيقية لإنشاء سوق أوراق مالية في نيجيريا نتيجة جهود مؤسسة لاغوس للأوراق المالية في عام 1960م، وفي عام 1977، تم تغيير اسم بورصة لاغوس ليصبح بورصة نيجيريا للأوراق المالية (Nigerian Stock Exchange). بموجب مرسوم التأسيس لعام 1977، وتم إنشاء عدة فروع لبورصة نيجيريا، بلغ عددها سنة 1999 ستة فروع.

وفي 5 أبريل 1985، تم تأسيس سوق الأوراق المالية من الدرجة الثانية (SSM) في البورصة النيجيرية لتلبية احتياجات المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم.<sup>3</sup> في عام 1988، تم توسيع نطاق مهام لجنة الأوراق المالية والبورصات. بموجب المرسوم 29 لعام 1988.

## المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية القائمة في الدول الإسلامية:

يدل واقع دول العالم المسلم على التوجه إلى تقليد تجربة الدول المتقدمة في حل مشكلة السيولة عن طريق تكوين أسواق الأوراق المالية. وتواجه محاولة تطبيق نماذج الأسواق المالية الغربية في العالم المسلم مجموعتين من المشكلات، المشكلات المرتبطة بالأسواق المالية الغربية، كالاحتكار، والمشكلات التي تنشأ من عدم ملاءة هيكل هذه الأسواق لطبيعة البيئة الإسلامية، كعقود البيع القصير، وبيع ما لا يملك على سبيل المثال. ويؤدي

<sup>1</sup> Osman Birsan, publication about **Istanbul Stock Exchange (ISE)**, p2

<sup>2</sup> Tulay Arin, **Financial Markets and Globalization in Turkey**, This paper was supported by the University of Istanbul Research Fund. Project No. B-58/280998, p1

<sup>3</sup> Ologunde A.O., and all, **Stock Market Capitalization and Interest Rate in Nigeria: A Time Series Analysis**, International Research Journal of Finance and Economics, Euro Journals Publishing, Inc. 2006, p157

مجموع هذه المشكلات إلى زيادة حدة اتجاهات المضاربة في السوق المالية، وينعكس ذلك بالتالي على انخفاض كفاءتها في تحديد أسعار الأصول المالية وتخصيص الموارد الاقتصادية.<sup>1</sup>

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:- عدد الشركات المدرجة بالسوق، القيمة السوقية للأسهم، حجم الأموال المتداولة، المنتجات المالية المتداولة...

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل متوسط الدخل الفردي، حجم الناتج المحلي الخام، حجم القطاع الخاص ودوره في النشاط الاقتصادي، درجة انفتاح السوق، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية... الخ.

وعلى العموم يمكن تعداد خصائص الأسواق المالية القائمة في الدول الإسلامية، والتي تعد من السلبيات التي تؤثر على دورها الاقتصادي في النقاط التالية:<sup>2</sup>

■ أن نشأتها كانت معتمدة على المنهج الرأسمالي الربوي الذي لا يتوافق مع الطبيعة الفكرية والاقتصادية والاجتماعية الخاصة للدول الإسلامية، ناهيك عن اختلافاتها عن العقائد الدينية للمجتمعات في هذه الدول.

ارتباط هذه الأسواق بالأسواق المالية الغربية، مما نتج عنه عدة آثار سلبية، منها:

-التبعية شبه المطلقة في الفكر المالي من حيث الهياكل ونمط الإدارة ونوعية الأدوات المالية المتداولة.. الخ  
ومن مظاهر التبعية أن معظم عملات الدول مرتبطة بالدولار الأمريكي، ويعني ذلك بالضرورة استيراد معدلات الفائدة السائدة في الأسواق الأمريكية. ولأن عمليات الربط تقتضي استيراد معدلات الفائدة السائدة في الأسواق الأمريكية مع المحافظة على هامش إيجابي، وذلك بغرض استقطاب رؤوس الأموال إلى الأسواق المحلية بدل توجيهها إلى الولايات المتحدة الأمريكية فإن ذلك سيساهم بشكل أو بآخر في تحديد قرارات المستثمرين في السوق المحلي، فإذا كان سعر الفائدة المستورد مرتفع فإن ذلك يساهم في قرارات المستثمرين بشأن تسهيل جانب من الأصول التي تكون مجوزهم وإيداعها في البنوك كجزء من سياسة تنويع الأدوات الاستثمارية.<sup>3</sup>

ومن نتائج التبعية كذلك أنها جعلت أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية خادمة لأهداف أسواق الأوراق المالية في الدول الغربية، كما جعل الأولى تتأثر بالأحداث الاقتصادية في الثانية.

<sup>1</sup> بوعلام بن جلال، يوسف عبد الله الزامل، نحو إطار إسلامي للسوق المالية: تحليل نظري ورياضي لظاهرة المضاربة المالية، مجلة جامعة الملك سعود، المجلد الرابع، العلوم الإدارية (2)، 1992م، ص236

<sup>2</sup> جاب الله عبد الفضيل بخت، عبد الله بن سليمان الباحث، دول العالم الإسلامي والعولمة الاقتصادية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى - مكة المكرمة، محرم 1424 هـ، ص14 15

<sup>3</sup> جاسم حسين، التحديات الهيكلية التي تواجه البورصات الخليجية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص2



- سرعة انتقال عدوى الأزمات إلى الأسواق المالية في الدول الإسلامية نتيجة الترابط الكبير مع الأسواق المالية الغربية.

■ الاهتمام بتطوير أدوات مالية تقليدية (كالسندات) تغذي السوق ولكنها لا تتوافق مع حاجات الدول الإسلامية التنموية، ولا مع معتقداتها.

■ عدم مشاركتها بشكل فعال في إحداث التنمية الاقتصادية، حيث لا تمثل حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم في سوق الأوراق المالية وزناً نسبياً هاماً بالنسبة لحجم المدخرات، ومما يؤكد على ذلك أن القطاعات الأكثر حظاً في الحصول على التمويل من أسواق الأوراق المالية هي القطاعات المالية لا القطاعات الصناعية والتي يفترض أنها تضطلع بدور هام في التنمية الاقتصادية. وبالتالي نجد أن الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني للدول الإسلامية منخفضة، فعلى سبيل المثال بلغت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية نحو 33%، في حين تصل هذه النسبة في الدول المتقدمة إلى 91%<sup>1</sup>.

■ محدودية أنواع وأعداد الأوراق المالية المتاحة في سوق الأوراق المالية، وقصور الجهود المبذولة لتطويرها. ولعل السبب في ذلك يرجع إلى انخفاض مستويات الدخل الفردية، ومن ثم نقص حجم المدخرات الخاصة، وعدم توافر الوعي الاستثماري، بالإضافة إلى ارتفاع هامش الربح في الاستثمارات التقليدية كالاستثمار التجاري والعقاري والاستثمار في الأراضي.<sup>2</sup>

■ اعتماد معظم الدول الإسلامية على الأسواق المالية الدولية، سواء في تمويل العجز في موازين المدفوعات، أو في تمويل برامجها التنموية. وكذا في الجانب الآخر، عند وجود فائض فإن الأسواق المالية الدولية هي المكان الملائم لتوظيف تلك الفوائض، وأصبحت الأسواق المالية الإسلامية المحلية مجرد وسيط بالعمولة.

■ اتصاف الأسواق المالية في الدول الإسلامية بالضيق وعدم العمق، وذلك ناتج عن محدودية أنواع الأدوات المالية المتداولة، ومحدودية انتشار هذه الأدوات بين المستثمرين

■ أن معظم التشريعات المنظمة للأسواق المالية في الدول الإسلامية تعد من الأسباب المعوقة لفاعلية ودور هذه الأسواق، ويمكن إرجاع ذلك لأسباب عدة لعل من أبرزها البيروقراطية الإدارية الموجودة في غالبية الدول النامية

■ ضعف قدراتها على التعامل مع التطورات الهائلة في أسواق رؤوس الأموال الدولية .

■ ضعف التعاون بين الدول الإسلامية في مجال أسواق الأوراق المالية، على الرغم من المزايا العديدة التي قد تتحقق إن وُجدت سوق أوراق مالية مشتركة وموحدة بين الدول الإسلامية.

<sup>1</sup> تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول: " اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، عمان K الأردن، 12-14 ماي 2003، ص19

<sup>2</sup> عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، ص11

### المبحث الثاني: تطور أداء أسواق رأس المال في الدول الإسلامية:

سيتم من خلال هذا المبحث عرض تطور أداء بعض من أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، بغرض الوقوف على واقع هذا النوع من الأسواق، وذلك بالتطرق إلى حجم رسمتها السوقية، قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة فيها، ومن ثم محاولة استخلاص أهم المعوقات التي تحد من عدم تطور ونمو أسواق رأس المال في هذه الدول.

### المطلب الأول: تحليل أداء أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية:

تؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء أسواق مختارة خلال الفترة 1990-2010 وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء بعض من أسواق أوراق مالية لدول إسلامية خلال الفترة 1990-2010.

#### 1. رسملة السوق:

مما يميز الأسواق عن بعضها البعض نجد نسبة رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة. ويستعمل المحللون عموماً نسبة رسملة السوق لقياس حجم السوق. وهذه النسبة هي عبارة عن حجم قيمة الأسهم المدرجة في السوق (رسملة السوق) مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. والتفسير الاقتصادي وراء استعمال هذا المؤشر هو أن حجم السوق يكون مرتبطاً إيجابياً بالقدرة على تعبئة رأس المال والتنويع في المخاطرة.<sup>1</sup> والجدول التالي يوضح لنا حجم رسملة بعض أسواق الأوراق المالية ببلدان منظمة المؤتمر الإسلامي.

<sup>1</sup> قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود- مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب بالبلدية، 2005، ص 110



الفصل الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية

الجدول (2-2): رسملة البلدان الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، 2010-1990

(مليون دولار، مستويات نهاية الفترة)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	البلد	
19,902.66	16,263	19,947	27,016.3	21,122.4	17,240	13,513.2	6624	7155	6770	7,825.78	5,019.39	4,706.80	-	البحرين	
85,725.96	91,092	85,923	138,828	93,496	79,672	38,576	28741	32838	24381	20830	14173	8088	1765	مصر	
	178191	98761	211693	138.886	81,428	73,251	26834	64087	22104	29105	91016	66585	8081	اندونيسيا	
30,995.34	31,889.1	35,844.1	41,232.5	29,729.5	37,639	18,383	4943	5827	5838	5446	4551	4670	2001	الأردن	
18,210.20	12,843	9,609	16,471,756	8,304	4,929	2,321	1583	1921	2385	2904	-	400	-	لبنان	
413,41.16	255952	187066	325663	235,356	180,346	190011	116935	145445	98557	93608	307179	222729	48611	ماليزيا	
69,058.36	74,185.9	65,748.0	75,494.5	49,415.0	27,220	25,046	10899	13695	15676	12177	8705	5951	966	المغرب	
53050	33460	-	125000	-	-	-	4,273.0	2940	2887	3646	3560	2033	1372	نيجيريا	
21,712.05	23,616.0	15,139.0	23,086	13,033.5	15,269	6,325	3463	4302	4392	7108	2662	1978	1,060	عمان	
35000	33239	23491	70262	45517.6	45,937	29002.2	6581	6965	5418	10966	10639	9286	2850	باكستان	
2,778.0	3,032.7	3,804.4	4,931.1	4,624.3	3,241.64	2,058.42	392	237	111	139	32	44	-	السودان	
353,419.01	318,751	246,337	518,984	326,869	646,104	306,248	67171	60440	42563	59386	45861	40907	48,200	السعودية	
11,750.70	9,237.1	6,304.1	5,338.9	4,221.9	2,876	2,641	2828	2706	2268	2321	4263	3927	533	تونس	
	197000		301000		161,537	98,299	69659	112716	33646	61090	30020	20772	19065	تركيا	
124,919.97	93,824	70,181	135,362	105,950	59,528.01	73,580.5	19,848.0	18814	18131	26013	21840	14353	-	الكويت	
125,994.58	139,151	131,099	259,307	167,640	30,363	90,579.3	23262	38211	33284	-	-	-	-	الإمارات	
-	-	-	-	-	-	-	2952070 7	32996683	25092702	2094914 8	18004582	15877402	878477 0		كافة الأسواق المتقدمة
46,634,000	-	-	-	-	38,904,431	32,436,350	3226043 3	36148751	26947961	2311647 7	20252657	17788081	939839 1		الإجمالي العالمي

المصادر: - مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مركز أنقرة، 2004، ص50،

- نشرات فصلية لسنوات مختلفة، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية للدول العربية، صندوق النقد العربي

- Asian Development Bank (ADB), Key Indicators for Asia and the Pacific 2010

بلغ إجمالي متوسط رسملة كل من أسواق مصر، اندونيسيا، الأردن، ماليزيا، المغرب، نيجيريا، باكستان، تونس وتركيا، خلال فترة 1995-2000م، 32.2916 مليار دولار أمريكي وهي قيمة صغيرة جدا إذا ما قورنت بمتوسط رسملة الإجمالي العالمي والذي بلغ 2.608 ترليون دولار أمريكي أي بنسبة 0.848% بلغ متوسط رسملة السوق الماليزي، خلال الفترة (1995-2000م) 164075,5 مليون دولار أمريكي متصدرة بذلك أسواق بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، تلتها تركيا بمتوسط بلغ 54650,5 مليون دولار أمريكي، أما العربية السعودية فقد احتلت المرتبة الثالثة خلال ذات الفترة تلتها مباشرة كل من مصر، الكويت، إيران، المغرب، باكستان، الأردن فنيجيريا ثم تونس فبنغلاديش بمتوسطات رسملة هي: (21508,5، 19987,17، 18245,33، 11183,8، 8309,2، 5212,5، 3217,2، 3052,2، 1751,8) مليون دولار على الترتيب وهذا حسب إحصاءات دليل مؤسسة التمويل الدولية عن أسواق المال الصاعدة للعام 2001.

أما متوسط رسملة سوق الأوراق المالية العربية مجتمعة فقد بلغ، حسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، خلال الفترة 1994-2000م، 118.65 مليار دولار أمريكي. وتعود حصة الأسد فيه للعربية السعودية بنسبة 42.8%، تليها في الترتيب مصر التي بلغ متوسط رسملة سوقها 19.38 مليار دولار وهذه النتيجة تعتبر تطور مميز للسوق المصرية فهي تمثل مضاعف سبع مرات رسملة السوق لسنة 1994، لقد كانت سوق الأوراق المالية الكويتية تحتل المرتبة الثانية بعد العربية السعودية طيلة الفترة الممتدة من 94-97 وكانت خلال نفس هذه الفترة تحتل السوق المصرية المرتبة الثالثة، إلا أن الأوضاع انقلبت بين السوقين في سنة 1998م حيث عرفت سوق الكويت انخفاض قدر ب 32.5% أي ما يعادل مقدار 8.8 مليار دولار أمريكي. يعتبر سوقا لبنان وتونس من أصغر الأسواق العربية من حيث متوسط رسملة السوق خلال الفترة 1994-2000 م حيث بلغ 2240 و 2890 مليون دولار على التوالي.

بتحليل تطور رسملة السوق لكل بلد على حده بالاعتماد على الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن كل الأسواق تقريبا عرفت انخفاضا في رسملتها السوقية خلال سنتي 1997م و1998م باستثناء السوق المالي بمصر الذي عرف ارتفاعا مستمرا في رسملته السوقية خلال الفترة الممتدة من سنة 1990م إلى 2000م حيث ارتفع من 1765 مليون دولار أمريكي إلى 28741 مليون دولار أمريكي. ويعود تراجع أداء الأسواق خلال سنتي 97 و98 إلى مجموعة من الأسباب أهمها:

- حدوث أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 تلتها أزمة روسيا سنة 1998 وتأثيرها على أسواق بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي.

- أما تراجع أداء الأسواق العربية فيعود إلى سببين أساسيين وهما حسب التقرير الاقتصادي العربي الموحد للعام 1999م كالتالي:<sup>1</sup>

• تباطؤ النمو الاقتصادي في بعض الدول وخاصة في الدول النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط بشكل كبير خلال هذه السنة مما أثر على ربحية الشركات وبالتالي أدى إلى انخفاض في أسعار أسهمها وتراجع ثقة المستثمرين في الأسواق.

• استمرار موجة التصحيح في أسعار الأسهم بعد الارتفاعات الكبيرة التي شهدتها معظم الأسواق خلال 1997 حيث بلغ ارتفاع أسعار الأسهم نحو 15,4%. ويعود هذا الارتفاع إلى تضافر عدة عوامل منها التوسع الملحوظ في الائتمان والتسهيلات الممنوحة من قبل المصارف التجارية لعملائها لإغراض تشجيع التعامل بالأوراق المالية، وهذا ما أدى إلى ارتفاع الطلب على الأوراق المالية في الوقت الذي اتسمت فيه الأسواق بمحدودية العرض في الأوراق المالية بصفة عامة والأوراق المتاحة للتداول بصفة خاصة.

أما عن تطور رسمية أسواق الأوراق المالية في بلدان المنظمة، خلال بداية الألفية الثالثة، فقد عرفت تغيرات عدة تنوعت بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى.

سجلت أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً في الأداء بنهاية عام 2002 م، وفقاً لقاعدة البيانات بصندوق النقد العربي،\* حيث سجل المؤشر المركب نمواً قدر ب 0.6% مقارنة بعام 2001. وفي سنة 2007، سجلت القيم السوقية في معظم البورصات في الدول الإسلامية أرقام نمو قياسية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 58.8%، وارتفعت القيمة السوقية لبورصة ماليزيا ب 28%، جاكارتا باندونيسيا وبورصة كراتشي بباكستان ب 35%، مقارنة بالسنة السابقة لها.

تعتبر سوق الأسهم السعودية السوق الأكبر في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وبمقارنتها بالأسواق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية، تأتي السوق السعودية في المرتبة الحادية عشر من حيث رسمية السوق في نهاية عام 2005م.<sup>2</sup> كما صنفت كل من سوق الأوراق المالية في ماليزيا وتركيا، من بين أفضل عشر أسواق ناشئة وذلك سنة 2006

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد 1999

\* الأسواق المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لعام 2002، هي تسعة أسواق: بورصة عمان، سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة بيروت، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، الهيئة العامة لسوق المال بمصر، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي وبورصة تونس، وقد أنظمت كل من سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي إلى قاعدة البيانات خلال نفس السنة، تلتها كل من: بورصة تونس، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بورصة الجزائر، سوق فلسطين للأوراق المالية، في سنوات لاحقة.

<sup>2</sup> صالح إبراهيم السحياني، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقة الارتباط والسببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد الإسلامي السعودي حول "الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، مركز الملك فهد الثقافي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2-4 جوان،

تعتبر سنة 2008 سنة نكسة ليس بالنسبة لأسواق رأس المال في الدول الإسلامية فحسب، بل في أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم، بسبب الأزمة المالية التي انفجرت في سوق المال الأمريكية، تأثير الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية كان متباينا، بتباين درجة انفتاح كل سوق واندماجه في السوق العالمية، كما أن قنوات تأثير الأزمة اختلفت من بلد لآخر باختلاف هيكله الاقتصادي.

عرفت تقريبا كل أسواق المنظمة تراجع حادة في أسواقها المالية بصفة عامة، باستثناء البورصة التونسية التي واصلت نموها في عز الأزمة، أكثر البورصات تراجعا من حيث قيمتها السوقية، هي البورصة السعودية والتي عرفت ترجعا قدر ب 272,647 مليون دولار أمريكي، تليها ماليزيا بانخفاض قدر ب 138, 597 مليون دولار أمريكي، ثم تأتي الإمارات، اندونيسيا، الكويت، مصر فباكستان بانخفاضات قدرت ب (128، 113، 65، 53، 47 مليون دولار أمريكي) على التوالي.

وفي النصف الأول من عام 2008، بلغت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية مجتمعة\* حوالي 1390 مليار دولار، ثم انخفضت إلى 872 مليار دولار في شهر نوفمبر من نفس العام، مقارنة مع 152 مليار دولار بنهاية عام 2001، وعلى الرغم من ارتفاع القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها لا تزال صغيرة مقارنة مع الأسواق العالمية، حيث تشكل حوالي 2.6% من إجمالي القيمة السوقية لبورصات العالم كافة.

بورصة اسطنبول هي الأخرى عرفت تراجعا حاداً، في سنة 2008، بعد أن كانت قد حققت رقما قياسيا في قيمتها السوقية سنة 2007، قدر ب 301 مليار دولار أمريكي، حيث سجل مؤشر (ISE - 100) انخفاضا بنسبة 50 %، وتبعاً لذلك انخفض إجمالي السوق إلى 120 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2008، و100 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2009، ولكن سرعان ما استعاد السوق عافيته، حيث سجل قيمة سوقية قدرت ب 210 مليار دولار في شهر أوت مسجلا المؤشر ارتفاعا قدر ب 73 % في نهاية نفس الشهر.<sup>1</sup> كذلك هو الحال بالنسبة لبورصة كراتشي بباكستان، حيث ارتفع مؤشر (KSE-100) ب 7.4 % في افريل 2008، جاعلا بذلك بورصة كراتشي من أفضل الأسواق الناشئة أداء، لكن سرعان ما تدهور المؤشر، بعد أقل من شهر بسبب الارتفاع غير المتوقع في أسعار الفائدة من قبل بنك الدولة في باكستان، إضافة إلى تدهور الوضع الأمني بباكستان، الذي أدى إلى الهبوط الحاد في بورصة كراتشي، وقد سجل المؤشر تراجعا قدر بثلاثة أضعاف الارتفاع المحقق في شهر أفريل من نفس السنة.

وقد استعادت معظم أسواق الأوراق المالية عافيتها، نتيجة الإجراءات التصحيحية المتخذة من طرف حكومات الدول المتأثرة بالأزمة، ويتضح ذلك جليا من خلال المعطيات الخاصة بسنة 2010 والمبينة في

\* الأرقام تخص 17 سوقا للأوراق المالية في 16 دولة عربية باستثناء العراق وليبيا.

<sup>1</sup> Turkish Economy and Capital Markets By the Association of Capital Market Intermediary Institutions of Turkey (TSPAKB), pp-2-3

الجدول أعلاه، حيث تأتي ماليزيا في المرتبة الأولى في قائمة أسواق الأوراق المالية من حيث الرسملة، تليها السعودية، وذلك ب 413,41.16، 353,419.01 مليون دولار أمريكي على الترتيب، تحتل الإمارات المرتبة الثالثة، ثم الكويت، تليها ومن بعيد مصر برسملة تقدر ب 85,725.96 مليون دولار أمريكي، تعتبر السودان من أصغر أسواق المنظمة برسملة سوقية تقدر ب 2.778 مليون دولار أمريكي.

وقد بلغ إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأسهم في البلدان الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي (28 سوق نشطة) في نهاية شهر جوان 2010، 1,860 مليار دولار مع ما مجموعه 6655 شركة مدرجة، محققة بذلك ارتفاعا قدر ب 59.8% مقارنة بسنة 2004 ( 1,148 مليار US \$ )، ويستند هذا على القيمة السوقية المجمعة لأسواق الأسهم النشطة 28 من ال 57 دولة عضو في منظمة المؤتمر الإسلامي (انظر الملحق 1-2)، وهي قيمة صغيرة إذا ما قورنت برسملة، بورصة شنغهاي وبورصة بومباي، والتي بلغت 2,196 ، 1,313 مليار دولار أمريكي على التوالي، أما الشركات المدرجة فقد بلغ عددها 879 شركة في الأولى و 4978 شركة في الثانية، وتعتبر بورصتي نيويورك ونازداك في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر البورصات عالميا، حيث بلغت قيمتهما السوقية 15.303 ترليون دولار أمريكي، أي ما نسبته 32.8% من القيمة السوقية العالمية، وهذا في جانفي 2010.

تقدر القيمة السوقية لأفضل عشرة أسواق الأوراق المالية في منظمة المؤتمر الإسلامي (OIC)، ب 1,573 مليار أي ما نسبته 84.53% من إجمالي القيمة السوقية ل 28 سوقا . تعتبر بورصة ماليزيا، السعودية (تداول)، سوق اندونيسيا للأوراق المالية وسوق اسطنبول للأوراق المالية، من أفضل أسواق الأوراق المالية في (OIC)، من حيث القيمة السوقية لها.

## II. عدد الشركات المدرجة:

يمكن كذلك الاستعانة بعدد الشركات المدرجة كمؤشر لتقييم أسواق بلدان أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي. والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة لبعض بورصات دول منظمة المؤتمر الإسلامي.

الجدول (2-3): عدد الشركات المحلية المسجلة في بورصات بلدان المنظمة، 2010-1990

( مستويات نهاية الفترة )

2010	2009	2008	2007	2004	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	السوق
												الأسواق الصاعدة في بلدان المنظمة
49	49	51	51	-	41	41	42	40	37	36	-	البحرين
216	306	373	435	792	1076	1033	861	654	649	746	573	مصر
392				331	290	277	287	22	253	238	125	اندونيسيا
275	272	262	245	192	163	152	150	139	98	97	105	الأردن
26	11	13	15	13	12	12	12	9	6	3	-	لبنان
957	970	977	787	963	795	757	736	708	621	529	282	ماليزيا
75	73	77	73	52	63	56	53	49	47	44	71	المغرب
217			283	-	196	194	186	182	183	181	131	نيجيريا
277	120	122	125	96	131	140	131	114	94	80	55	عمان
	652	-	-	661	762	765	773	781	782	764	487	باكستان
55	53	52	52	48	44	43	42	41	40	34	-	السودان
146	135	126	111	73	75	73	74	70	70	69	59	السعودية
56	52	50	51	44	44	44	38	34	30	26	13	تونس
339	324	317	319	297	315	285	277	257	229	205	110	تركيا
215	205	204	196		77	76	69	74	60	52	-	الكويت
216	134	130	119		54	63	-	44		-	-	الإمارات
-	-	-	-	-	2399	2227	1992	2003	2013	1881	1632	كافة الأسواق المتقدمة
					6	7	7	3	8	7	3	
-	-	-	-	5003	4999	4055	4574	3912	3993	3660	2542	الإجمالي العالمي
				8	3	7	3	7	6	1	4	

المصادر: - تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص52

- نشرات فصلية لسنوات مختلفة، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية للدول العربية، صندوق النقد العربي -Salman Syed Ali, Islamic Capital Market products: Developments and Challenges, Op-Cit, p21

ما يمكن قراءته من الجدول السابق هو التباين الكبير في عدد الشركات المدرجة بين أسواق بلدان المنظمة وكذلك هو الحال بين بلدان المنظمة وبلدان العالم المتقدم. وقد بلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في كل من (بنغلاديش، مصر، اندونيسيا، الأردن، ماليزيا، المغرب، نيجيريا، عمان، باكستان، تونس، تركيا، إيران السعودية والكويت) خلال فترة 1995-2000م 3770 شركة، وهي قيمة منخفضة جدا إذا ما قورنت بالإجمالي العالمي، فهو يشكل ما نسبته 8,97% من متوسط عدد شركات الإجمالي العالمي.

بلغ متوسط عدد الشركات المدرجة ذروته، خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2000م، في مصر بمتوسط قدر بـ 837 شركة تلتها باكستان 771 شركة، أما المرتبة الثالثة فكانت لماليزيا بمتوسط قدر بـ 691 شركة تليها في الترتيب ومن بعيد تركيا بـ 262 شركة وتأتي في المرتبة الأخيرة أذربيجان حيث قدر عدد الشركات المحلية المقيدة بسوقها بشركتين فقد العام 1998م، أما في فترة (2004-2010)، فالريادة كانت من نصيب ماليزيا بمتوسط قدر بـ 958 شركة، ثم السعودية بـ 754 شركة خلال نفس الفترة، وقد بلغ متوسط إجمالي الشركات في البورصات العربية 1517 شركة لنفس الفترة، تصدرها السعودية في المرتبة الأولى، ثم مصر فالأردن، بـ 496، 240 على الترتيب، تعتبر بيروت أصغر البورصات من حيث متوسط الشركات المدرجة، حيث بلغ ما قيمته 16 شركة لنفس لفترة 2004-2010.

يقدر إجمالي الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي بـ 6655 شركة وهذا خلال شهر جوان من عام 2010.

رغم أن هناك دول تتميز بورصاتها بارتفاع عدد الشركات المدرجة بها من جهة، إلا أننا نجدها من جهة أخرى تتسم بضعف التداول، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي

(مليون دولار، مستويات نهاية الفترة)

2010	2009	2008	2007	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1990	
											الأسواق الصاعدة في بلدان المنظمة
283.26	473.1	2,088.5	1,069.2	247	444	577	471.67	176.56	106.07	-	البحرين
36,967.80	81,173	87,958	64,772	11120	9038	5028	5859	2463	677	91	مصر
				14311	19903	10610	42927	32142	14403	541	اندونيسيا
9,349.25	13,641.1	28,677.3	17,424.2	416	548	653	501	297	517	625	الأردن
1,693.10	1,038.1	1,710.4	994.1	118	97	328	640	66.63	-	-	لبنان
	-	947000	-	58500	48512	29869	153292	173568	76822	6888	ماليزيا
14,249.58	16,226.5	14,077.5	22,009.3	1094	2530	1390	1061	432	2426	16	المغرب
				263	145	161	132	72	14	4	نيجيريا
3,365.40	5,904.7	15,139.0	5,210.6	553	529	1943	3880	445	211	-	عمان
				32974	21057	9038	11369	6054	3210	193	باكستان
192,445.39	337,041	523,129	682,287	17313	14816	13712	16549	6763	6194	-	السعودية
	1,006.2	543.0	893.2	1,900.0	-	-	-	-	-	-	السودان
1,913.30	1,360.0	1,688.9	726.5	626	420	186	260	281	663	32	تونس
-	-	-	300000	179269	81277	68464	59105	36831	51391	798	تركيا
42,772.42	103,772	133,650	130,896	4210	6061	9333	34576	19203	6389	1709	الكويت
	66,005	73,355	151,043	188	-	-	-	-	-	-	الإمارات
				43817893	272249345	20169289	16117476	12028406	9180430	6298778	كافة الأسواق المتقدمة
-	-	-	-	47069186	59360435	22575479	18491831	13681353	10226717	7467997	الإجمالي العالمي

المصادر: - مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 51

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية - [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)



بلغ متوسط حجم التداول في بورصة مصر خلال 1995-2000م 5.995 مليون دولار وهي قيمة ضعيفة إذا ما قورنت بعدد الشركات المدرجة في السوق، ويفسر ذلك بأن معظم الشركات المسجلة بالبورصة هي شركات عائلية وإصداراتها من الأسهم تكون غير مطروحة للتداول. ففي سنة 1996 وحدها بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية 646 شركة من بينها 532 شركة مغلقة أي 82.4% وقدرت هذه النسبة لسنة 1997 بـ 83.5% حيث كانت هناك 534 شركة مغلقة\* من مجموع 650 شركة مدرجة في السوق. كما يتضح من الجدول ضعف حجم التداول في السوق المصرية رغم أنها احتلت صدارة الترتيب في متوسط عدد الشركات المقيدة في بورصاتها، إلا أنها كانت في الخانة السادسة من حيث متوسط حجم القيمة المتداولة وقد كانت المرتبة الأولى للسوق الماليزية بمتوسط قدر بـ 104.128 مليون دولار أمريكي تلتها في الترتيب تركيا بـ 76.963 مليون دولار أمريكي تلتها في الترتيب ومن بعيد السوق الاندونيسية بـ 25.339 مليون دولار أمريكي. وفي ترتيب الدول العربية احتلت الكويت الصدارة بمتوسط قدر بـ 15.431 مليون دولار أمريكي تلتها في الترتيب مصر ثم المغرب، الأردن فتونس بـ 5.995، 1.175، 0.452، 0.342 مليون دولار أمريكي على الترتيب. وفيما يخص أحجام التداول في الدول العربية، فالبرغم من ارتفاعها من 10.5 مليار دولار في عام 1994 إلى 629.3 مليار دولار في النصف الأول من عام 2008، إلا أنها تشكل حوالي 1.2% من حجم التداول في كافة البورصات في العالم.

بناء على الإحصائيات المبينة في الجداول السابقة يمكن تبين ترتيب بلدان المنظمة ضمن أكبر أربعين بلدا في العالم للعام 2001م في الجدول التالي:

الجدول (3-5): بلدان المنظمة ضمن أكبر 40 بلدا في العالم للعام 2001

عدد الشركات المحلية المسجلة		إجمالي القيمة المتداولة		رسملة السوق	
الترتيب	البلد	الترتيب	البلد	الترتيب	البلد
10	مصر	19	تركيا	25	ماليزيا
15	ماليزيا	30	باكستان	29	تركيا
17	باكستان	34	السعودية	30	السعودية
26	تركيا	37	اندونيسيا	37	إيران
27	إيران	39	مصر		
30	اندونيسيا				
7	المجموع	5	المجموع	4	المجموع

المصدر: مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 53

\* الشركات المغلقة هي عبارة عن شركات عائلية لا يتجاوز عدد المساهمين فيها 15 مساهم وغالبا ما يكونون من نفس العائلة وأسهمها غير مطروحة للتداول العام وهي تلجأ للإدراج في السوق للاستفادة من مزايا ضريبية

تغيب أسواق بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي عن المراتب العشر الأولى سواء من حيث رسملة السوق، أو إجمالي القيمة المتداولة باستثناء مصر التي تحتل المرتبة العاشرة من حيث عدد الشركات المدرجة لكن ذلك غير كاف لتصنف ضمن قائمة الأسواق المتقدمة فرغم ارتفاع عدد الشركات المدرجة ببورصاتها إلا أن قيمة التداول كما رأينا في الجدول (3-4) منخفضة.

يتبين من خلال تحليل تطور أداء أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية خلال السنوات الماضية أنها تسير بخطى متأخرة عن ركب أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، إضافة إلى تعدد وكثرة التذبذبات التي عرفتها، وفي هذا السياق، تجدر الإشارة إلى بعض المضامين المترتبة على ظروف الدول النامية نتيجة لتبني النظام المفتوح لسوق الأوراق المالية والسماح بالمضاربات المالية فيه. إن انخفاض مستوى الدخل الفردي في الدول النامية، مقارنة بالدول المتقدمة، وصغر حجم المدخرات الخاصة كفيلاً بأن يجعل الحجم الكلي للتداول ليس صغيراً فقط وإنما محصوراً داخل مجتمع محدود من المهتمين بشراء الأسهم في القطاعات النقدية الحديثة النامية. ولكن لا ينبغي التوصل من ذلك إلى أن الممارسات المضاربية المحدودة داخل الأسواق المالية النامية لا تشكل خطراً بسبب صغر حجم السوق وإمكاناته الفقيرة التي لا تشجع التداول بالسرعة التي نجدتها في الدول الصناعية المتطورة. إن الأمر نسبي إلى حد كبير، ذلك لأن اقتصاديات الدول الصناعية قد بلغت درجة من التطور جعلتها تتمتع بالقدرة على النمو التلقائي، ومهما اتسعت قاعدة النشاط المالي المضاربي فيها فإن البنات الأساسية للنشاط الإنتاجي الحقيقي -مادية كانت أو بشرية- قادرة على مقاومة ما يأتيها من صدمات. أما بالنسبة للدول النامية فإن صغر حجم القاعدة الإنتاجية وقلة مناعتها الذاتية لعوامل عدم الاستقرار، مما يجعلنا في الدول النامية أكثر حرصاً على إعادة تنظيم أسواقنا المالية وتوجيهها بالصورة التي تساعد على تحقيق أهداف النمو الحقيقي.<sup>1</sup>

إن الأخذ بالضوابط الشرعية، والتي سيتم عرضها في جزء لاحق من هذا البحث، وإعادة تنظيم أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية وفقاً لهذه الضوابط سيجعلها أكثر كفاءة ومقدرة على تدعيم الأهداف التنموية.

ولأن نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة، الاقتصادية، السياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية في التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001، 2002م، والتي أدت إلى تعثر بيت الإحلاص للتمويل الإسلامي وعشرة مصارف تقليدية من بينها ثمانية مملوكة للدولة، وخسارة إجمالية قدرت بـ 3.5% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، ثم أزمة الرهن العقاري التي لازال الاقتصاد العالمي يعيش تبعاتها وآثارها، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشرة سنوات كما يذكر مؤرخ ومحلل الأزمات المالية كيندلرجر وغيره

<sup>1</sup> سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مجلد 3، عدد 1، 1405هـ، 1985،

مثل الاقتصادي الأمريكي الشهير هيمان منسكي\* الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته وغير مستقر، ومعرض للأزمات المالية.<sup>1</sup> لقد بينت الأحداث الاقتصادية منذ بداية الألفية وما سبقها من أحداث في الثمانينات والتسعينات بوضوح أن النظام المالي العالمي القائم ليس في مقدوره حماية الاقتصاد العالمي من الأزمات المالية العنيفة، والتي يزداد معدل تكرارها وتشتد فداحة آثارها.<sup>2</sup>

كان لا بد من هذا المنطلق البحث عن السبل الكفيلة بتنمية وتطوير أسواق رأس المال في الدول الإسلامية خاصة في ظل توفر الشروط النظرية الأساسية لإقامة سوق رأس مال إسلامي، فقط المحاولة تستحق خطوات جريئة من طرف حكومات دول العالم الإسلامي لإقامة وإنشاء مثل هذه الأسواق وجعلها في خدمة التنمية الاقتصادية بها. إضافة إلى هذا كله نجد أنه وبالرغم من محاكاة دول العالم الإسلامي للعالم الغربي في إنشائها لأسواق الأوراق المالية إلا أن هذه الأخيرة لتزال تصنف ضمن الأسواق النامية أو الأسواق الصاعدة في أحسن أحوالها، وقبل الخوض في الحديث عن إمكانية الدول الإسلامية في تطوير أسواق أوراقها المالية في ظل آلية السوق المالية الإسلامية، نحاول في ما يلي عرض أهم العقبات التي تحول دون تطور أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

### المطلب الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية:

على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية باستثناء العدد القليل منها مثل تلك القائمة في مصر، لبنان، المغرب، باكستان... الخ، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها، ومن التعاون التجاري الخاص بها، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقاً نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية... يمكن إيجاز أهم معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وتصنيفها في المجموعتين التاليتين:

#### 1. المعوقات المتعلقة باقتصاديات الدول الإسلامية:

من البديهيات المسلم بها أنه لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وقد تبين لنا جلياً في الشطر الأول من هذا الفصل، عند ما تم التطرق إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للدول الإسلامية، أنها لا تزال تعاني من بعض الاختلالات، ويعزى ذلك بالضرورة

\* هيمان مينسكي (1919-1996)، اقتصادي أمريكي، جاء بنظرية هشاشة النظام المالي، والتي تقوم أساساً على أن النظام المالي هشّ وحسبه فإن عدم استقرار النظام المالي أمر طبيعي في النظام الرأسمالي .

<sup>1</sup> احمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي، مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد العربي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 21، عدد 2، 2008، ص ص: 85-86

<sup>2</sup> محمد الفتيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول إستراتيجية منع الأزمات وإدارتها، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، حدة، 2000، ص 9

للخلل الهيكلي في اقتصاديات هذه الدول مع التباين الواضح فيما بينها كما اشرنا في السابق، وعليه فإن أهم المعوقات في هذا الجانب تتمثل في: عدم استقرار البيئة الاقتصادية الكلية، تدهور معدلات النمو الاقتصادي، انخفاض مستويات الدخل الفردي،...

## II. المعوقات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية:

- ضعف الوعي الاستثماري بسبب انخفاض مستويات الدخل الفردي
- ضعف القوانين والتشريعات المنظمة للتعامل في السوق المالي، منها على سبيل المثال لا الحصر غياب محاكم اقتصادية متخصصة في فض النزاعات الاقتصادية
- عدم فعالية هيئة سوق المال في كثير من الدول بإشاعة المعلومات اللازمة بطريقة مبسطة تكفل إقبال المستثمرين على تداول الأوراق المالية المقيدة بسوق المال.
- قصور آليات العمل بسوق الأوراق المالية بسبب انخفاض كفاءة السوق وضعف نظام المعلومات وضعف الإفصاح المالي ومهنة تدقيق الحسابات والرقابة على الشركات.<sup>1</sup>
- الافتقار إلى الشركات صانعة السوق التي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية المطلوبة، إذ تقوم هذه الشركات بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل على الأوراق المالية، كما تعمل هذه الشركات على المحافظة على سوق عادلة ومستقرة الأسعار، وذلك بالتدخل في السوق عكس اتجاهها للحد من تأثير المضاربات المبالغ فيها (من التصرفات غير الرشيدة لبعض المتعاملين في السوق).
- تتميز البورصات القائمة في الدول الإسلامية بضيق نطاق البورصة من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، ويرجع ذلك إلى:
- محدودية العرض بسبب انتشار الشركات المغلقة وضآلة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في معظم بورصات الدول الإسلامية، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية واستمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات.<sup>2</sup>
- افتقار السوق المالي إلى شركات متخصصة في الاكتتاب إلى جانب غياب المؤسسات المساندة وصانعة الأسواق، ومؤسسات الإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة ومؤسسات الترويج.<sup>3</sup>
- محدودية الفرص الاستثمارية بسبب عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار في معظم أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وهذا ما ساهم في عدم إتاحة عرض كاف ومتنوع من الأدوات المالية أمام

<sup>1</sup> محمد براق، شوقي جباري، عبد الحميد حفيظ، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة حالة الجزائر، بحث مقدم ضمن

المؤتمر الدولي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، ص 13

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، فرع بنها، كلية التجارة،

قسم الاقتصاد، جامعة الرقازيق، مصر، 2002، ص 50

<sup>3</sup> عبد الوهاب شيخ موسى، الأمة الإسلامية والتحويلات السياسية والاقتصادية المعاصرة، بحث قدم في ندوة حول: مقام النبوة بين تعظيم المحبين

وإساءة المبغضين، تنظيم مركز بحوث القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة، ص 25

المستثمرين لاختيار ما يناسبهم من هذه الأوراق تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة إلى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم احتلت أسهم المحمول والاتصالات في تستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في بورصات الدول الإسلامية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.<sup>1</sup>

- إضافةً إلى محدودية آلية عملها وأدواتها، والقيود الحذرة التي لا تزال مفروضة على الاستثمار الأجنبي والتي تعيق من حرية هذه الأسواق واندماجها مع الأسواق الأخرى وهذا ما أدى في كثير منها إلى حدوث أزمات كبيرة في اقتصادياتها (الكويت، دول جنوب شرق آسيا).<sup>2</sup>

- والأهم من ما تقدم كله، هو عدم التوافق بين الأسس والمرتكزات القائمة عليها أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية ومبادئ وقيم الفرد المسلم في هذه الدول، حيث أدى هذا إلى نفور الأفراد من الاستثمار داخل هذه الأسواق خاصة مع تنامي الوازع الديني وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف وصناديق استثمار وشركات تكافل... الخ.

ضعف أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية بسبب المعوقات الكثيرة التي تحد من فعاليتها وكفاءتها في أداء وظائفها الإيجابية في الاقتصاد، على المستويين الجزئي والكلبي، يستدعي البحث في سبل تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية في هذه الدول في إطار آلية السوق المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، مرجع سبق ذكره، ص16

<sup>2</sup> ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، "سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية \_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27) العدد 2005 (1)، ص7

## المبحث الثالث: تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية:

من منطلق القناعة التامة بأن الإسلام أسلوب شامل للحياة، ليس فيما يتعلق بأمور الدين فحسب، وإنما أيضاً في الأمور الاقتصادية جاء هذا الجزء من البحث كمحاولة لتبيين أهمية السوق المالية الإسلامية بصفة عامة كآلية لتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية خاصة ما يتعلق بسوق رؤوس الأموال متوسط وطويل الأجل،<sup>1\*</sup> وذلك من خلال عرض أهم الجوانب النظرية للسوق المالية الإسلامية وكذلك بعض من التجارب التطبيقية في هذا السوق، ومن ثم محاولة تلخيص مقومات ومتطلبات تنميتها وتفعيلها وعرض أهم التحديات التي تواجه سوق الأوراق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية.

### المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالية الإسلامية:

تطوير الأسواق المالية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية مشتق من ضرورة حفظ المال، فالمسلمون بحاجة لإقامة أسواق وفقاً للمنهج الإسلامي تسد حاجاتهم وتدرأ أخطار الحرام وتوجه نحو التنمية الحقيقية التي تعود بالفائدة على الفرد والمجتمع معاً.<sup>2</sup>

يقوم المنهج الإسلامي للاستثمار في عقد المعاملات على منهج الحلال والحرام فيما يجيزه الشرع أو يمنعه من تصرفات، وهذا المنهج يفرق بين مفهوم الملك ومفهوم القرض.<sup>3</sup> ذلك أن المال هو مال الله، وأن الإنسان مستخلف فيه، فهو "لا يملك حرية التصرف، بل حرته مقيدة بما حدده الله من خطوط عريضة فمجال الحرية والإباحة فيما هو حلال ومجال الحظر فيما هو حرام بمقاييس صاحب المال لا بمقاييس منفعية يتصورها الإنسان، «أَمِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْذِرُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلِفِينَ فِيهِ هَالَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَأَنْذَرْتُمْ لَهُمْ أَجْرُ

\* من أهم التوصيات التي جاء بها مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السادسة، 17-23 شعبان 1410 هـ 14-20/3/1990م، إصداره القرار [59/6/10]، على خلفية انعقاد الندوة الخاصة عن الأسواق المالية في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410 هـ 20-24/10/1989م، وأهم ما تضمنه القرار ما يلي:

- إن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية

- إن هذه الأسواق المالية - مع الحاجة إلى أصل فكرتها - هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية. وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الفقهاء والاقتصاديين لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة، وما تعتمد من آليات وأدوات وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية.

لعمري عبد الله كامل، القواعد الفقهية الكبرى وأثرها في المعاملات المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الدراسات العربية والإسلامية، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة، ص535

<sup>2</sup> فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقهما المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ص11

عَظِيمٍ». « وَمَا لَكُمْ أَلَّا تُنْفِقُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلِلَّهِ مِيرَاثُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ»، «وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً قَالُوا أَتَجْعَلُ فِيهَا مَنْ يُفْسِدُ فِيهَا وَيَسْفِكُ الدِّمَاءَ... » [البقرة: 30]، والاستخلاف يقتضي الانسجام التام مع دور المال الذي بينه الله.<sup>1</sup>

يوجد في الفقه الإسلامي مجموعة من القواعد العامة التي تنظم المعاملات المالية وتضع الأسس والضوابط العامة التي تحكم سير هذه المعاملات. يمكن إيجاز أهم هذه القواعد فيما يلي:<sup>2</sup>

#### - القاعدة الأولى: أن الأصل في المعاملات المالية الحل:

أن الأصل في المعاملات الحل، إلا ما دل الدليل على تحريمه ومنعه\* فقد امتن الله تعالى على عباده بما أنعم عليهم من النعم المختلفة في قوله تعالى: «هُوَ الَّذِي خَلَقَ لَكُمْ مَا فِي الْأَرْضِ جَمِيعًا» [البقرة: 29] وقوله صلى الله عليه وسلم: (أعظم المسلمين جرماً من سأل عن شيءٍ لم يحرمه فحرمه من أجل مسألته)،

#### - القاعدة الثانية: أن الأصل في العقود والشروط الإباحة:

وهذه القاعدة تعني أن الأصل في حرية الشروط العقدية هو الإطلاق، وترى أن مقتضى النصوص الشرعية يدل على ذلك، وأنه يجب على العاقدين الوفاء بالالتزامات الناشئة عن الشروط التي يضعها العاقدان، وهذه القاعدة مبنية على الاجتهاد الحنبلي الذي يعتبر أوسع الاجتهادات الفقهية في هذا الباب، وقد استدلت الحنابلة على ذلك بعدة أدلة منها: قوله تعالى: « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ » [المائدة: 1] وقوله تعالى: « وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا » [الإسراء: 38] وقوله صلى الله عليه وسلم: " المسلمون على شروطهم". الحديث رواه مالك في الموطأ، رقم الحديث 1246. وأبو داود في سننه، رقم الحديث 3120.

ورغم أن الحنابلة يقولون بمقتضى العقد الذي يمثل الأحكام الأساسية للعقد، والتي لا يجوز لأحد العاقدين اشتراط ما يخالفها، وإلا اعتبر ذلك إلغاءً لمقتضى العقد، وهو رأي الجمهور من الأحناف والمالكية والشافعية، إلا أن الحنابلة يوسعون دائرة مقتضى العقد ويرون أن الشارع الحكيم فوض إدارة المتعاقدين في وضع ما يشاء من الشروط العقدية ضمن نطاق حقوقهما الشرعية، وهذا الذي جعلهم يوسعون دائرة مقتضى العقد لتشمل شروطاً يستلزمها العقد، وشروطاً أجازها الشرع، وشروطاً تحقق منفعة لأي من طرفي العقد ضمن الإطار الشرعي العام، وبما لا يتعارض مع المقاصد العامة للشريعة.

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطقجي، فقه المحاسبة الإسلامية، رسالة قدمت لنيل دكتوراه في المحاسبة، مؤسسة الرسالة ناشرون، ص 99

<sup>2</sup> محمد نور علي عبد الله، تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1998، ص 26، 29  
\* تمثل أبرز الأصول والضوابط الجامعة، والتي تعد هي القواعد الشرعية المانعة للمعاملات المالية المحرمة، في: الربأ، الغرر، الضرر، العقد المؤدي إلى الحرم. لمزيد من التفصيل ينظر: محمد بن وليد بن عبد اللطيف السويدان، التكلفة الفعلية في المصارف الإسلامية الأسباب والضوابط، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، قسم الشريعة الإسلامية، كلية الدراسات الإسلامية العربية، الجامعة الأمريكية المفتوحة ( واشنطن - دي سي



- القاعدة الثالثة: لا ضرر ولا ضرار :

لقوله صلى الله عليه وسلم ما رواه عمر بن يحيى المازني عن أبيه " لا ضرر ولا ضرار". ومن فروع هذه القاعدة ما يلي:

1. الضرر يدفع بقدر الإمكان: وتفيد هذه القاعدة وجوب دفع الضرر قبل وقوعه، بكل الوسائل الممكنة، فإذا أمكن دفعه بدون ضرر أصلا، وإلا فيتوسل لدفعه بالقدر الممكن.

2. الضرر يزال: هذه القاعدة تفيد وجوب إزالة الضرر ورفع بعد وقوعه، ومن فروع هذه القاعدة: ضمان المكلف عوض ما أتلفه للضرر الذي أحدثه.

3. ومن فروع القاعدة: إذا تعارضت مصلحة ومفسدة، يقدم أرجحهما فتحلب المصلحة الأعظم وإن أدى إلى الوقوع في المفسدة الأدنى منها، وتدرء المفسدة الأعظم وإن أدى إلى فوات المصلحة الأدنى منها، وإذا تعارضت المصالح قدم الأعظم وإن فات الأدنى، وإذا تعارضت المفاصد درء الأعظم منها بالأدنى.

- القاعدة الرابعة: المعروف عرفا كالمشروط شرطا، وما قرره الفقهاء بأن الشركة تنعقد على عادة التجار، وهذه القواعد تعني أنه يجب مراعاة العرف الصحيح، وهو الذي لا يعارض دليلا شرعيا، ولا يبطل واجبا، ولا يحل محرما، لأن المقصود من التشريع هو تدبير أمور الناس بما يحقق العدل بينهم، ويرعى مصالحهم مما يعني وجوب مراعاة عرفهم وما تعاملوا به.

1. مفهوم السوق المالية الإسلامية:

يتضمن مصطلح السوق المالية الإسلامية المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية،\* فهي السوق التي تقوم في معاملاتها على الالتزام الشرعي بمبادئ الشريعة الإسلامية، وتجنب الميسر، الغرر، المضاربة، الخ. وقيام هذه السوق على الالتزام الشرعي بالضوابط الشرعية، يشمل جميع عناصر السوق من بضاعة، وحقوق للمتعاملين، وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين،<sup>1</sup> ونظرا لأهمية السوق المالية الإسلامية في حياة المستثمر المسلم من خلال توفيرها الضمان والسيولة والربحية له، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر، اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك

\* يقصد بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية (القرآن والسنة) والتي تحكم المعاملات المالية في هذه الأسواق وغيرها من الأسواق

<sup>1</sup> إقامة سوق مالية إسلامية... ضرورة لمواجهة المشاكل الاقتصادية



من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاته.<sup>1</sup>

ظهرت فكرة إنشاء سوق مالية في إطار اقتصاد المشاركة منذ حوالي ثلاثة عقود من الزمن، ولعل أول من طرح هذه الفكرة هو سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون مخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة.<sup>2</sup>

## II. مبادئ السوق المالية الإسلامية: من المبادئ التي تقوم عليها السوق المالية الإسلامية ما يلي:<sup>3</sup>

- **الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية:** بشكل عام تدخل الإسلام بمبكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بألية السوق ( العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.
- **الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:** في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو تحقيق الربح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكاري في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود.
- **المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث إنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية، وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

تتمتع السوق المالية في النظام المالي الإسلامي بخصائص مختلفة عن خصائصها في النظام الرأسمالي. وهذه الخصائص هي حصيلة تركيبية مزوجة من طبيعة السوق أولاً، ثم من طبيعة المتعاملين فيها ثانياً وأخيراً من طبيعة

<sup>1</sup> عبد القادر حدادوي مصطفى، بزيرية أحمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانات التطور في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم في المنتدى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية " النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، المركز الجامعي بجنيس ملبانة (عين الدفلة)، ماي 2009، ص4

<sup>2</sup> شوكمال عبد الكريم، براهمي سمير، أهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الدولي حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، ص14

<sup>3</sup> زايدي عبد السلام، الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مجلة علوم إنسانية، السنة السادسة: العدد 38: صيف 2008، ص6

الأدوات المالية التي يتم بها تحويل التمويلات من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ومن هذه الخصائص ما يلي:<sup>1</sup>

- أن السوق تمكّن الوحدات المالية - بدرجة أكبر - من توفير السيولة بأقل المخاطر
- ارتكاز السوق على الحجم الهائل من تنوع الأوعية الادخارية من مختلف الوحدات وتوجيهها وفق صيغ المشاركة في الأرباح نحو وحدات مالية أخرى
- أن تمويل الاستثمارات في هذه السوق يقوم على أساس المشاركة في الأرباح التي هي عوائد متغيرة (وقد تكون سالبة) وغير مؤكدة، مما يجعلها ذات مرونة تامة.
- إن السوق المالي - من خلال سوق ما بين البنوك - تتيح إمكانية تبادل المعلومات حول أحجام التمويلات المتاحة لدى المصارف والمشاريع الاستثمارية الواجب تمويلها وعائدها المرتقب منها
- إمكانية بيع جزء من المحفظة الاستثمارية التي بحوزة المصرف والمكونة أساساً من حقوق ملكية وبآجال مختلفة (أسهم) مقابل الحصول على السيولة.
- ولأن هذه السوق المالية "إسلامية"، فإن من مقتضيات ذلك أن تتميز عن الأسواق المالية التقليدية بالعناصر التالية:

أ. من حيث السلع (الأوراق المالية) والخدمات المتداولة في هذه السوق نجد: الأسهم وذلك حسب الضوابط الشرعية، فكل أسهم الشركات يمكن قبولها في السوق المالية الإسلامية مادامت نشاطاتها غير محرمة، إضافة إلى الصكوك بمختلف أنواعها.

ب. من حيث المتعاملين: يعتبر عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائر شرعاً، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة\* والشركات التي تكون المحافظ وشركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية بل يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين.<sup>2</sup>

ت. من حيث أساليب وصور التعامل: إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقاً للأحكام الشرعية، وبالتالي تم الالتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المراجعة والمشاركة والمضاربة والسلم والإستصناع، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع

<sup>1</sup> بوحديدة محمد، النظام المالي الإسلامي: نظام مركب -التجارب، التحديات والآفاق "دراسة استقرائية تحليلية نظامية للعلاقات المالية الإسلامية في تفاعلاتها مع الغير" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008، ص353-354

\* مزيد من التفصيل حول السمسرة ينظر مؤلف: حسين حسين شحاتة، الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة في أسواق الأوراق المالية، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي

<sup>2</sup> بوحديدة محمد، النظام المالي الإسلامي: نظام مركب -التجارب، التحديات والآفاق "دراسة استقرائية تحليلية نظامية للعلاقات المالية الإسلامية في تفاعلاتها مع الغير"، مرجع سبق ذكره، ص 358

المقبولة شرعاً، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل في السوق التقليدية ولا بالمستقبلات بالصورة التي تتم بل بطريقة بيع السلم، ولا الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف وبالجملة، مع الأخذ في الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق والأمانة وعدم الغش والتدليس.<sup>1</sup>

### III. وظائف السوق المالية الإسلامية:

يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تؤدي الوظائف التالية:<sup>2</sup>

- تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال.
- من خلال سوق الإصدار يسعى السوق المالي إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام والمتمثلة في شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صندوق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس المال المخاطر.
- من خلال سوق التداول تسعى السوق الإسلامية إلى:
  - تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.
  - الاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.
- تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجاتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان
- تنوع مصادر التمويل طويل الأجل أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي تصحيح تجربة الصيرفة الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويل الأجل وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية، ورغبتها في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان.
- الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات والشبهات

### IV. أهمية تفعيل السوق المالية الإسلامية:

- ترجع أهمية السوق المالية الإسلامية إلى أنها تمثل فرصة هامة لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً،

<sup>1</sup> زايد عبد القاسم، الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص7

<sup>2</sup> قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 06-08 مارس 2007

ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال إنتاج الطيبات في المجتمع.<sup>1</sup>

- في الواقع أن الأخذ بصيغ التمويل الإسلامية يعمل على الربط المباشر بين المدخرين والمستثمرين، ومن ثم تسهم بصورة أكثر فعالية في توجيه المدخرات نحو المشروعات، وهو ما يساعد على الإسراع في التنمية، فضلاً عما يحققه للمدخرين من استيعاب كل أو بعض آثار التضخم، وأيضاً يتيح تنوعاً في الأدوات المالية المطروحة في السوق، حتى ينتقى المدخرون ما يلائمهم منها، ولاشك أن تعميق مفاهيم صيغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم سوق الأوراق المالية وزيادة نشاطها.<sup>2</sup>

- استقطاب رؤوس أموال الدول الإسلامية الهاربة، حيث أدى غياب سوق أوراق مالية إسلامية إلى هروب رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج بحثاً عن فرص الاستثمار الأمثل، حتى أضحي العالم الإسلامي دائناً للعالم الخارجي بماله من موجودات خارجية تفوق ما عليه من ديون، حيث تشير الأرقام إلى أن مجموع ديون العالم الإسلامي بأكمله تمثل 75% من مجموع ما يمتلكه من أموال وموجودات في الخارج.<sup>3</sup>

وتشير التقديرات إلى أن نحو 800 مليار دولار أمريكي من رأس مال أفراد ومؤسسات العالم الإسلامي، يتم استثمارها في المصارف التقليدية على الصعيد العالمي.<sup>4</sup>

- يتخذ تدخل المؤسسات في الأسواق المالية الوساطة في المقام الأول. ويلاحظ أن تجنب المؤسسات المالية الإسلامية الواضح للفائدة قد حدّ من أنشطتها ووظائفها في الأسواق التقليدية المعاصرة وجعلها تقصر معاملاتها على عدد محدود من الأدوات المالية.<sup>5</sup> وبالتالي فوجود سوق مالية إسلامية نشطة يساعد على توظيف الفوائض المالية للمصارف الإسلامية وباقي المؤسسات المالية الإسلامية.

- يعتبر وجود سوق مالي إسلامي، خاصة ما يتعلق بسوق متوسط وطويل الأجل، ضروري حتى تستكمل الصناعة المصرفية الإسلامية مقوماتها. لأن عدم وجود أسواق مالية ونقدية نشطة تتعامل بأدوات الاستثمار الإسلامية المستخدمة في السوقين المالي والنقدي حدّ من قدرة المصارف الإسلامية على الاستفادة من السندات

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 17

<sup>2</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، مرجع سبق ذكره، ص30

<sup>3</sup> سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص248

<sup>4</sup> Akhtarzaite Abdul Aziz, **Capital Market in Islamic framework : Malaysian Experience**, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges "Prospects and Challenges", College of Sharia and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 - 8 March 2007, p4

<sup>5</sup> سلسلة برامج مصرفية عديدة في منهج متكامل لتواكب التغيرات التي تمر بها الصناعة المصرفية والتجارية المعاصرة، برنامج أساليب الاستثمار في المجالات المصرفية والتجارية، وحدة البرامج الشرعية التربوية، ص77

الحكومية التي تصدرها المصارف المركزية والتي غالباً ما تشكل مجالاً رحباً لاستثمار الفوائض المالية لدى المصارف.<sup>1</sup>

- وجود سوق ثانوية نشطة يساعد على تسهيل الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب في السوق الأولية وبالتالي تشجيع أصحاب المدخرات على شراء الأوراق المالية المعروضة وتوجيهها للاستثمار، في مشروعات متوسطة وطويلة الآجال بما يحقق التنمية الشاملة في المجتمعات الإسلامية.

ومما يؤكد أهمية الأسواق المالية ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في الفئتين الأولى والثالثة: "إن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ما يستتبعه من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية، أو دنيوية".<sup>2</sup>

إن ظهور الأسواق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية معلقة على الجهود التي قد تأخذ أحد الأشكال التالية:<sup>3</sup>

- الجهود الرامية إلى تطوير الأدوات المالية الإسلامية.
- الجهود الرامية إلى إدخال إصلاحات على المخزون من الأدوات المالية التقليدية من خلال تعديل أو تغيير القواعد والقوانين التي تحكمها - الأدوات المالية التقليدية -.
- تطوير المؤسسات المالية الإسلامية في الأسواق المالية.

### المطلب الثاني: تطور التعامل بأدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تعتبر السوق المالية الإسلامية حقيقة واقعة ويظهر ذلك جلياً من خلال تطور التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، وفيما يلي عرض مختصر لأهم أدوات هذه السوق.

#### I. تقييم الأدوات المالية التقليدية في ضوء المعايير الشرعية :

لم تكن أسواق المال معروفة بالمفهوم الذي تعرفه المجتمعات في هذه الأيام. وأن أسواق المال العالمية القائمة في المراكز الدولية ولدت وتطورت خارج نطاق الضوابط الشرعية، فكانت أوراقها خليطاً من الأدوات الجائزة والأدوات الممنوعة بحسب المعايير الإسلامية في التمييز بين الحلال والحرام. والأدوات المالية التقليدية تنقسم إلى صورتين:<sup>4</sup>

- صورة حصة المشاركة القابلة للتداول والمعروفة بأنها الأسهم التي تمثل حقاً من حقوق الملكية والمشاركة.

<sup>1</sup> أحمد عبد الفتاح أبو عبيد، المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي، ص25

<sup>2</sup> كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر العالمي الثالث حول: الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، ص5

<sup>3</sup> Ausef Ahmed, **Towards An Islamic Financial Market: A Study of Islamic Banking and Finance Islamic in Malaysian** , Research Paper No.4, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, Saudi Arabic, p22

<sup>4</sup> فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاً المعاصرة وتداولها، ص 13

- صورة حصة القرض القابلة أيضاً للتداول والمعروفة بأنها من سندات الدين سواء كانت ديناً عاماً أم خاصاً.

**1- حكم التعامل بالأسهم:** لقد أجمعت المذاهب الفقهية على مشروعية قيام الشركات بالأموال، ولقد أجاز الفقهاء التعامل في الأسهم العادية، فقد ورد ضمن قرارات مجمع الفقه الإسلامي بجدة ندوته الأولى عن الأسواق المالية، ورد فيما يتعلق بالإسهام في الشركات ما يلي:<sup>1</sup>

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

■ أما من يسهم في الشركات التي تتعامل أحياناً بالمحرمات مع إرادة تغيير جميع أنشطتها بحيث لا تخالف الشريعة الإسلامية فإن كان قادراً على التغيير بمجرد إسهامه فيها فذلك أمر مطلوب منه، لما فيه من زيادة مجالات التزام المسلمين بأحكام الشريعة الإسلامية، وإن كان غير قادر عند الإسهام ولكنه يسعى للتغيير مستقبلاً، بأن يحاول ذلك من خلال اجتماعات الجمعية العمومية ومجلس الإدارة وغيرهما من المجالات فالإسهام في هذه الحالة مختلف في جواز بين المشاركين في الندوة.

وفما يتعلق بأحكام الأسهم من حيث النوع نجد أن:<sup>2</sup>

- إذا كانت الحصة التي يدفعها الشريك (المساهم) عينية أو نقدية فهي شركة صحيحة.
- لا محذور شرعاً أن تصدر الأسهم بشكل الأسهم "الاسمية". أما إذا أصدرت الأسهم بشكل " الأسهم لحاملها" فإنه إصدار غير جائز.
- أسهم التمتع التي تنتج عن الاستهلاك لا تجوز على صفتها الحالية في شركات المساهمة، ويمكن أن تكون شرعية إذا اعتبرت فيها النقاط التالية:

- أن يكون الاستهلاك بالقيمة الحقيقية للأسهم الاسمية
- أن يكون ثمن الاستهلاك من أرباح الشركاء الآخرين الذين لم تستهلك أسهمهم.
- إذا استهلك أسهم بعض الشركاء من أرباح الآخرين بأقل من قيمتها فهذا صحيح لكن يبقى لأصحاب الأسهم المستهلكة ربح بقدر الباقي من قيمة أسهمهم فأهم باعوا بعض أسهمهم.
- استهلاك جميع الأسهم لا معنى له ولا حقيقة ولا ينطبق على عقد شرعي صحيح.

<sup>1</sup> حسين حسين شحاتة، زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي،

وفيما يخص الأحكام المتعلقة بالأسهم الممتازة نجد أن هناك آراء تقضي أن كون السهم الممتاز يتيح لحامله عائداً محددًا ومتفق عليه مسبقاً يجعله موضع تحريم شأنه في ذلك شأن السند<sup>1</sup>. ومع ذلك هناك محاولات جادة من بعض المؤلفين والمهتمين بتطوير التعامل بالأدوات المالية وإن كانت تخص الأسواق المالية التقليدية، لتكييفها والضوابط الشرعية الإسلامية، ومن بين المحاولات الجادة في هذا المجال نذكر اقتراح إبراهيم منير الهندي، والذي يقترح على المؤسسات المصدرة للأسهم الممتازة الأخذ بفكرة الأسهم الممتازة ذات العائد المتغير مع تحديد نصيب هذا النوع من الأسهم من التوزيعات بنسبة معينة من نصيب السهم العادي في الأرباح.

## 2- حكم التعامل بالسندات:

السندات التقليدية محرمة باتفاق، وصدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بحرمته في دورته السادسة (قرار رقم 6/11/62)، تضمن القرار ما يلي:<sup>2</sup>

أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه، أو نفع مشروط، محرمة شرعاً، من حيث الإصدار، أو الشراء، أو التداول، لأنها قروض ربوية، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة، أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية، أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً، أو ربيعاً، أو عمولة، أو عائداً.

ثانياً: تحريم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري، باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق، باعتبارها حسماً لهذه السندات.

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

## 3. حكم التعامل بالمشتقات المالية:

بالرجوع إلى أهم ما كتب عن المشتقات المالية وحكمها في الفقه الإسلامي، يمكن الإشارة وبإيجاز إلى أهم ما جاء في المشتقات المالية من هذا الجانب، على النحو التالي:

### أ. حكم التعامل بالمشتقات المالية:

إن المشتقات المالية بصورتها الراهنة لا تجوز شرعاً، وذلك للأسباب التالية:<sup>3</sup>

- يدخل في بعضها بيع ما ليس موجوداً وهذه تصطدم بحديث رسول الله (لا تبع ما ليس عندك)
- وأغلبها تعتمد نقل الضرر على الآخرين ببقاء الربح لأحدهما وهذا يتنافى مع قاعدة "لا ضرر ولا ضرار"، وقاعد "الغنم بالغرْم."

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 679

<sup>2</sup> سليمان آل مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 224

<sup>3</sup> عمر عبد الله كامل، القواعد الفقهية الكبرى وأثرها في المعاملات المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الدراسات العربية والإسلامية، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة، ص 568



- وأحياناً يكتنفها بيع المجهول وهذا يتنافى مع قاعدة "المجهول في الشريعة كالمعدوم".
  - وبعضها يعتمد على بيع مؤشرات ليس لها محل وإنما هي مقامرة على ارتفاع مؤشر أو انخفاضه.
- إضافة إلى ما سبق نجد كذلك أن:<sup>1</sup>

- عقود المبادلة، التي تقوم على تخفيض تكلفة الاقتراض لتغطية المخاطر، والأساس الذي تقوم عليه هذه التغطية لا يجوز شرعاً لقيامه على سعر الفائدة الذي يمثل الربا المحرم في الشريعة الإسلامية، كما أن العقود المستقبلية على مؤشرات السوق مقامرة بحتة وبيعها أو شراؤها شيء خيالي لا يمكن وجوده، حيث إن هذه المؤشرات ما هي إلا أرقام قياسية لاتجاه سلعة مختارة من الأوراق المالية في البورصة، يتبين من خلال تتبع تحركاتها تطور اتجاه الأسعار.

- العقود المستقبلية ليست من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، فالثمن في هذه العقود لا يدفع في مجلس العقد، وإنما يؤجل موعد التصفية، بينما في بيع السلم يجب أن يدفع الثمن في مجلس العقد عند جمهور الفقهاء أو خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أيام عند المالكية. كما أن السلعة المتعاقد عليها تباع في هذه العقود وهي في ذمة البائع الأول، وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق أسعار، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

- عقد الخيار يختلف عن بيع العربون الذي أجازَه الإمام أحمد خلافاً للجمهور، فالعربون جزء من ثمن سلعة أما علاوة الخيار فهي حق أو التزام. كما أن، مقصود بيع العربون هو الانتفاع بالسلعة وحاء الخيار تبعا لذلك، ولذلك يسمى الأخير الاختيار الحقيقي.

#### ب. البدائل الشرعية للمشتقات المالية:

تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر المالية، كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها.<sup>2</sup>

وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي تثيره من جانبين:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "أفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007، ص23

<sup>2</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، 1419هـ/1999، ص56

<sup>3</sup> قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورقة بحثية قدمت في الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية" النموذج المصري الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة (عين الدفلة)، ماي 2009، ص8



**الجانب الأول:** ضرورة تكيف المؤسسات المالية الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات. وهو ما يستدعي القيام بعمل إيجابي تجاه هذه التقلبات بدلاً من تكبّد المؤسسات المالية الإسلامية وحتى مؤسسات الأعمال الأخرى لخسائر نتيجة مخاطر لم تكن بأي حال من الأحوال هي المتسبب فيها.

**الجانب الثاني:** يستدعي المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية وضمّان معاصرهما (تنافسيتهما بشكل خاص) الأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحققها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق ميزة المصادقية الشرعية

وحرصاً على سلامة عقود المشتقات من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات، فإن اقتراح سوق مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود في المرحلة الأولى له ما يبرره، ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور تأمين وضمّان للمتعاملين، فبالنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ويدفع العمولة فإنه يؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها، أما طالب خيار شراء للأسهم فإنه أشبه ببيع العربون وهذه أغراض مشروعة يمكن لهذه السوق أن تقوم للطرفين ولكن ضمن ضوابط وشروط ينبغي تحقيقها في الشرط.\* كما يمكن لهذه السوق ضمان تنفيذ العقود الآجلة والمستقبليات من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين لعقود السلم وعقود الاستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبليات. وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاض (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الاستصناع، كما تخدم فئة المزارعين والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة.<sup>1</sup>

## II. الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية Sukuk):

تعتبر الصكوك من أبرز ما استجد من منتجات الصناعة المالية الإسلامية، كبدائل عملية للسندات القائمة على الفائدة. وقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بمشروعية الصكوك، إذا توافرت مجموعة من الشروط والضوابط (قرار رقم "5" د 4 / 80 / 88).

تشير كلمة "صكوك" إلى شهادات أو أوراق مالية تمثل حصة على المشاع في أصل من الأصول، أو نسبة معينة منه، أو تمثل حصة أو نسبة معينة من صندوق مشترك من الأصول، والحق المتجسد في الصكوك لا يمثل

\* هناك ترجيح بجواز عقد الخيار البسيط، أي خيار البيع المفرد أو خيار الشراء المفرد، دون المركب منهما معاً، ويكون إجراء عقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود العقود عليه ونحوه) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف. لمعرفة تفاصيل التكييف الفقهي للمشتقات المالية ينظر: قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورقة بحثية قدمت في المنتدى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية" النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة (عين الدفلة)، ماي 2009

<sup>1</sup> عبد القادر خداوي مصطفى، بزيرية أحمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانات التطور في السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 15

ببساطة حقاً في تدفقات مالية ولكنه يمثّل حقاً في ملكية. وهذا ما يميز الصكوك عن سندات المديونية التقليدية، فبينما تقوم هذه الأخيرة على أساس تحمل فائدة محددة وثابتة، نجد أن الصكوك بمفهومها الإسلامي تُمثّل شهادات استثمار متساوية القيمة، وبالتالي فهي تُمثّل حقاً في ملكية مجموعة من الأصول. والغرض منها هو بيع الأصول واسترجاع قيمتها من خلال الاكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة هذه الصكوك مالكين للأصول. والشرط الأساسي للصكوك الإسلامية هو وجوب ظهور الأصول في الميزانية العمومية للحكومة، أو السلطات النقدية، أو الشركة أو البنك الراغب في تعبئة موارد مالية لنفسه. وتقتضي الاعتبارات الشرعية بأن لا يكون الجزء الأكبر من الأصول ديوناً فقط من عقود مالية إسلامية، كالمراجحة والاستصناع، ولكن يجب أن تكون هذه الأصول - في معظمها - مستندة إلى عناصر تقوم على أصول حقيقية كالإجارة والمضاربة والسلم.<sup>1</sup>

**1. خصائص الأوراق المالية الإسلامية:**

تتمتع الأوراق المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية التقليدية، ويمكن إيجاز أهم تلك الخصائص في النقاط التالية:<sup>2</sup>

1- الورقة المالية صك لإثبات الحق: ويعبر عنها بالشهادة أو بالوثيقة، أو بالسند المشترك في الربح والخسائر، تمييزاً لها عن السندات التي تحمل فائدة، وتمثل ديناً لحاملها في ذمة مصدرها. وهذا الصك ليس مالاً متقوماً في ذاته، ولكنه وثيقة بالحق ودليل عليه، ويقوم مقامه في الحياة والقبض والتداول. وهذا الصك يصدر باسم مالك الحصة المالية التي يمثلها، وهو شريك على الشيوخ لبقية ملاك الصكوك، في المال الذي تمثله هذه الصكوك.

2- الورقة المالية صك يصدر بفتات متساوية: الورقة المالية تصدر بفتات متساوية، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية مال، تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها، وتوزيع ناتج استثمارها.

3- الورقة المالية تمثل حصة في ملكية مال: الورقة المالية تمثل حصة شائعة في ملكية مال، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا المال قد يكون عيناً أو منفعة عين، وقد يكون نقوداً، أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل المال الذي تمثل الورقة حصة فيه، وقد يكون المال مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من ذلك كله.

4- قابلية الورقة المالية للتداول: الأصل في الورقة المالية أن تكون قابلة للتداول، أي للبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية، باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه. وهي تعد من أهم خصائص الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الأغراض التي ابتكرت من أجلها هذه الأوراق.

<sup>1</sup> محمد هاشم كمال، تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 22، عدد 1، 2009، ص 61

<sup>2</sup> محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، ص 4-5

## 2. مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

- تتمتع الصكوك بالخصائص ذاتها للسندات التقليدية، لكن الفارق يتمحور حول امتثالها للضوابط الشرعية وارتكازها على الأصول وتمثل ملكية عادلة في هذه الأصول. وتتوفر العائدات على الصكوك من العائدات المتولدة من إيجار الأصول. وتعتبر المصارف الإسلامية رائدة على الصعيد العالمي في إدارة الصكوك.
- تمثل الصكوك حصة في ملكية أصول مشروع معين فحق الصك هو حق عيني يتعلق بأصول المشروع، في حين السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره.
  - الصك له حصة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً، بينما السند مرتبط بالفائدة المثبتة عليه.
  - الصك يتأثر بنتيجة نشاط المشروع ويشارك في الأرباح والخسائر المتحققة، بخلاف حامل السند لا يتحمل نتيجة نشاط المشروع لأنة سند دين.<sup>1</sup>

## 4. أوجه الاختلاف بين السندات الشرعية والأسهم:

تختلف الصكوك الشرعية عن الأسهم في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة في الجمعية العمومية ومجلس الإدارة، أما مالكو السندات فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع، لكن يمكن أن يكونوا مجلس مراقبة للمضارب للمحافظة على حقوقهم.
- تعد الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدة حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر، فهي غير قابلة للرد من جانب الشركة، في حين أن السندات الشرعية ليست مشاركة دائمة في المشروع، فقد تكون لتمويل المشروع بالمشاركة المتناقصة، بحيث يطفأ بعض هذه السندات على مراحل زمنية معينة.
- رغم نقاط الاختلاف إلا أن هناك نقاط تشترك فيها السندات الشرعية والأسهم، وهي كالتالي:
- يمثل كل منهما حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع.
- يستحق مالكيها حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تلائم حصته في الشركة.
- يقوم كل منهما مقام الحصة الشائعة، في صافي أصول الشركة أو المشروع، في التسليم والحيازة والقبض.

## 5. أنواع الصكوك:

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتترتب على هذا العقد أحكام وآثار هذه الصيغة،<sup>3</sup> وحسب هيئة

<sup>1</sup> زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، بحث مقدم في المنتدى الدولي حول: البنوك الإسلامية، 15-16 جوان 2010، ص3

<sup>2</sup> مهداوي هند، صباح فاطمة، صباح ربيعة، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، بحث مقدم ضمن فعاليات المنتدى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص ص 4-5

<sup>3</sup> علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/7/2010، ص37

المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) يوجد أربعة عشرة نوعاً من الصكوك إلا أنه عادة ما يستعمل سبعة أنواع فقط هي: صكوك المضاربة، المراجحة، المشاركة، الإجارة، الاستصناع، السلم والمنفعة.<sup>1</sup>

**أ- صكوك المقارضة:**

إضافة كلمة السندات إلى المقارضة يشعر بأن العملية تجمع بين القرض (الذي يفيد مدلول كلمة سند) والمضاربة (التي يفيدها مدلول كلمة مقارضة)، وهذا هو سر سندات المقارضة فإنها تجمع بين خصائص شهادات الوحدة الاستثمارية المبنية على عقد المضاربة، وشهادات القيمة الاسمية المبنية على عقد القرض.<sup>2</sup>

وقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي صكوك المقارضة (القرض)\* بأنها سندات تقوم على تجزئة رأس مال القرض بإصدار صكوك ملكية برأس مال المقارضة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.<sup>3</sup>

وبذلك فهي صكوك قائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون للمالكين فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك، ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً.<sup>4</sup> وقد تصدر سندات المقارضة وفق أسلوب المضاربة المخصصة (سندات مقارضة مخصصة) أو وفق أسلوب المضاربة المشتركة (سندات مقارضة غير مخصصة).<sup>5</sup>

**ب- صكوك المشاركة:**

لا تكاد تختلف سندات المشاركة عن سندات المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للسندات وبين حملة السندات، فهي في سندات المقارضة علاقة مضارب بأرباب المال، بمعنى أنه ليس ملزماً بأن

<sup>1</sup> CHERIF Karim, **La finance islamique : Analyse des produits financiers islamiques**, Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES, Économiste d'entreprise, Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE), 2-10-2008, p39

<sup>2</sup> يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية)، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفقه المقارن، معهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2002، ص 355-354

\* جاء طرح فكرة صكوك المقارضة من قبل الدكتور سامي حمود كبديل إسلامي عن سندات القرض المحرمة، بعد عزوف بنك إسلام ماليزيا عام 1983 عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة كونهما مخالفة للشريعة الإسلامية، لذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا، وهي سندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تتوفر فيها شروط عقد المضاربة. انظر في ذلك أسامة عبد الحليم الجورية، **صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009

<sup>3</sup> أحمد بن عبد العزيز الحداد، **الأسهام والسندات تصور وأحكام**، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، ص15

<sup>4</sup> عبد الله بن محمد العمراني، **السندات من منظور شرعي**، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، ص16

<sup>5</sup> أحمد عبد الفتاح أبو عبيد، **المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي**، ص10

يساهم بماله بشراء بعض السندات، وأنه ينفرد بقرار الاستثمار فليس ملزماً بالرجوع إلى حملة السندات أو تشكيل لجنة منهم، في حين أن سندات المشاركة تكون جهة الإصدار واحداً من المشاركين (حملة السندات) وتشكل تلك الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين، يرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعليه فإن هذه السندات محكومة بما يلي:<sup>1</sup>

1. المصدر لهذه السندات (الصكوك) هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها.

2. تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

### ت - صكوك الإجارة:

وهي تطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتملك لجهة ما، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الشائع الذي يمثله الصك في العين المؤجرة. وميزة هذه الصكوك أنها تغلُّ لحاملها مردودية ثابتة هي نصيبه في أقساط الإجارة، وبالتالي ففيها بديل عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود مردودية ثابتة ومحددة مقدماً.

### ث - صكوك السلم و صكوك الاستصناع:

صكوك السلم هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق".<sup>2</sup> أما صكوك الاستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري.<sup>3</sup>

## III. ملامح تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية:

عرفت المؤسسات المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف أي من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 26.8 مليار دولار في عام 2006 فقط وهي زيادة لها أهميتها في تنشيط حركة التعامل بالأدوات الاستثمارية الإسلامية

<sup>1</sup> فؤاد محمد احمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص26

<sup>2</sup> علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، مرجع سبق ذكره، ص7

<sup>3</sup> قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص7

وذلك من خلال تأسيس صناديق استثمار مشترك تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولم يقتصر نشاط الاستثمار في هذه الأدوات على الأسواق المالية في الدول الإسلامية، إذ أن هناك تعاملًا واسعًا بهذه الأدوات في الأسواق والبورصات العالمية، لا سيما بعد أن تم استحداث مؤشر داو جونز والفائينشال تايمز للأسواق المالية الإسلامية في عام 1999، الأمر الذي أدى إلى توسيع وتنويع نطاق أنشطة المعاملات المالية الإسلامية. على مدى العقد الماضي أو نحو ذلك، عرف القطاع المالي الإسلامي نموًا ملحوظًا، عن طريق إنشاء ودعم البنية التحتية والمؤسسات المختلفة، خلق منتجات مالية إسلامية... الخ، ونتيجة لذلك أصبحت الأسواق المالية الإسلامية من أسرع القطاعات نموًا في صناعة التمويل الإسلامي، ويتضح ذلك جليًا من خلال عدد من الحقائق التي تشير إلى نموها السريع، مثل:<sup>1</sup>

- بروز عدد من التطورات المؤسسية الهامة، خلق مؤشرات إسلامية،...
- نمو الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
- طرح منتجات مالية إسلامية مبتكرة مثل الصكوك.
- نمو صناديق الاستثمار الإسلامية

#### أ بروز عدد من التطورات المؤسسية الهامة:

تعتبر البيئة القانونية والتنظيمية أهم ما يمكن توفيره من أجل تسهيل التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، وفي هذا الصدد عكف عدد من الدول الإسلامية وحتى غير الإسلامية على إصدار مجموعة من القوانين والإجراءات التسهيلية اللازمة في هذا الجانب.

وفي هذا الصدد يمكن التنويه إلى أهم تجارب الدول الإسلامية في مجال تسهيل البيئة القانونية والتنظيمية المتعلقة بمجال أسواق الأوراق المالية الإسلامية، حيث تعتبر السودان من أوائل الدول التي عملت على وضع الإجراءات اللازمة لتأسيس سوق أوراق مالية إسلامية، وذلك في سنة 1995 حيث تركز كل معاملاتها على مبادئ الشريعة الإسلامية.

كما تم تأسيس سوق أوراق مالية إسلامية رسميًا في اندونيسيا، في 14 مارس 2003، حيث تم توقيع مذكرة تفاهم ما بين BAPEPAM والمجلس الاستشاري الشرعي الوطني لجمعية العلماء الاندونيسيين. غير أن بداية التعامل بأدوات سوق رأس المال الإسلامية في اندونيسيا يعود إلى سنة 1997 عندما قامت شركة (PT Danareksa Investment Management) بإصدار (Shariah Danareksa) في 3 جويلية، كما قامت شركة (PT Indosat) بإصدار صكوك شرعية سنة 2002 بقيمة 175 مليار روبية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> SALMAN SYED ALI, *Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development*, Op-Cit, p4

<sup>2</sup> Misnen Ardiansyah, M.Si, Abdul Qoyum, *Testing The Semi-Strong Form Efficiency of Islamic capital Market with response to information content of dividend announcement- a study in Jakarta Islamic Index*, Op-Cit, p5

أما ماليزيا فهي رائدة دول العالم في مجال الصناعة المالية الإسلامية، حيث تتحقق بها مختلف عناصر النظام المالي الإسلامي إضافة إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية، والتي تعود بداية التعامل بالأدوات المالية الإسلامية بها إلى سنة 1990 حيث تم لأول مرة إصدار سندات إسلامية خاصة.

### II نمو الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

إن توافر الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يعتبر من العناصر الأساسية لتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية، واستناداً إلى هذا فقد نمت سوق الأسهم الإسلامية نمواً ملحوظاً في السنوات القليلة الماضية، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الاستدلال بالقيمة السوقية للأسهم الإسلامية كما هو مبين في الملحق (2-2) وقد أدت الحاجة إلى هذه السوق، إلى تطوير معايير ومؤشرات لفحص الأسهم وتحديد إن كانت متوافقة مع الشريعة الإسلامية، هناك مقاييس كمية مثل نسب الديون إلى الأصول، والسيولة إلى الأصول والمستحقات إلى الأصول، وكذلك على معايير موضوعية أساسية مثل الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية.

من المؤشرات الإسلامية المتواجدة في الساحة المالية الإسلامية نذكر: مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية، ومؤشر مجموعة المؤشر الإسلامي العالمية فاينانشال تايمز ( the FTSE Global Islamic Index Series)، مجموعة المؤشر الإسلامي الخليجي (Global's GCC Islamic Index)، ومؤشر كوالالمبور المتوافق مع الشريعة الإسلامية (the Kuala Lumpur Shari'ah Index) ومؤشر جاكرتا الإسلامية (the Jakarta Islamic Index).

### III نمو الصكوك الإسلامية:

تتعدد الصكوك الإسلامية، وتمتد جغرافياً في جميع أنحاء العالم حيث يتم التعامل في هذه الصكوك إصداراً في العديد من الدول، ويتم تداولها في العديد من البورصات العالمية. بلغ إجمالي إصدارات الصكوك في دول منظمة المؤتمر الإسلامي، في جوان 2010، 1582 إصداراً بقيمة قدرت بـ 137 مليار دولار أمريكي، وقد عرفت سوق الصكوك على العموم تحسناً ملحوظاً بعد أن تأثرت بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث ارتفعت من 19 مليار دولار أمريكي سنة 2008، إلى 29 مليار دولار سنة 2009 استحوذت ماليزيا على 9.7 مليار دولار من إجمالي الإصدارات خلال نفس السنة. وعلى العموم فقد شهدت سوق الصكوك نمواً إيجابياً خلال الفترة (2000-2010) في عدد كبير من دول العالم (انظر الملحق 2-3).

على الرغم من ارتفاع عدد وحجم إصدارات الصكوك، إلا أن عددها المدرج على مستوى البورصات يعتبر قليلاً جداً، حيث بلغ عدد الصكوك المدرجة في شهر جوان 2010، 122 إصداراً فقط أي ما نسبته 12% (انظر الملحق 2-4)، تتصدر اندونيسيا المرتبة الأولى، من حيث عدد الصكوك المدرجة على مستوى بورصاتها المحلية بـ 36 صك مدرج، تليها لندن بـ 27 صك، أما المرتبة الثالثة فكانت لصالح ماليزيا بـ 12 صكاً مدرجاً.



رغم الانتشار الجغرافي والتنوع الذي عرفته الصكوك الإسلامية إلا أن هناك عدة عوائق تواجهها مثل: غياب الأطار التشريعي الواضح والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك، فضلا عن غياب المعايير الشرعية التي تتفق عليها الهيئات الشرعية في مؤسسات التمويل، إلى جانب عدم وجود سوق ثانوية فعالة لتداول هذه الصكوك واقتصار التداول في مجمله بين البنوك وعدد قليل من المؤسسات الاستثمارية<sup>1</sup>. إلا أن ذلك لا ينفى وجود محاولات جادة لإنشاء أسواق أوراق مالية إسلامية تكون مواتية لتداول الأدوات المالية الإسلامية، أو تنمية القائم منها مثل سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا (والذي سيكون محل دراسة في الفصل الثالث) أو سوق دبي الإسلامي حيث تظهر التقارير المالية أن 98% من إيراداته متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، و2% فقط هي رسوم لخدمات تقليدية<sup>2</sup> أو حتى باكستان الذي يعرف سوق رأس ماله توجهات واضحة نحو العمل في إطار آلية السوق المالية الإسلامية.

#### IV نمو صناديق الاستثمار الإسلامية:

تتمثل مزايا صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين لوجود الإدارة المحترفة والتنوع الكفاء وتوفير قدر من المرونة في حرية تحويل استثماراتهم، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع واعتقادهم، وذلك بالاستثمار في صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وذات التوجه الأخلاقي.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية، التي تجمع بين المسؤولية الاجتماعية للاستثمارات والمسؤولية الأخلاقية وتتوافق مع الشريعة الإسلامية، من بين أهم التطورات التي شهدتها الصناعة المالية في الآونة الأخيرة على غرار الصكوك، إذ استمرت في النمو واستقطاب أموال المسلمين وغير المسلمين وانتشرت في بلاد المسلمين وغير المسلمين، وصمدت أثناء الأزمة المالية عكس الصناديق التقليدية<sup>3</sup>. في السنوات الأخيرة اتسعت دائرة المتعاملين في مجال صناديق الاستثمار الإسلامية، بالإضافة إلى المؤسسات المالية الإسلامية قامت المؤسسات المالية الغربية الكبرى (مثل Merrill Lynch, Goldman Sachs, Flemings)، لتقديم خدمات صناديق الاستثمار الإسلامية...<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر خداوي مصطفى، بزيرية أحمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص12

<sup>2</sup> سوق دبي المالي يتحول إلى أول سوق مالي إسلامي عالمي، نشر على الموقع:

<http://om.s-oman.net/showthread.php?t=329903>

تاريخ الاطلاع: 2011-05-05

<sup>3</sup> براق محمد، قمان مصطفى، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد

الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بفراداية، 23-24 فيفري 2011، ص16

<sup>4</sup> Ibrahim Warde, **Islamic Finance in the Global Economy**, Edinburgh University Press 22 George Square, Edinburgh, 2000, p142



ويمكن ملاحظة التطور الكبير في صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال التطور الحاصل في صناديق الأسهم الإسلامية، والتي تعتبر من أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث ارتفع عددها من 29 صندوق فقط سنة 1996 بأصول قدرت ب 800 مليون دولار أمريكي إلى 98 صندوق بأصول قُدرت ب 5 مليار دولار أمريكي سنة 2000.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: مقومات، تحديات سوق الأوراق المالية لاسلامية ومتطلبات تنميتها وتفعيلها:

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها، ومؤسستها، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات القيام وفق ضوابط النظام المالي الإسلامي، بدءاً بالشروط النظرية، رغم التحديات التي تواجهها:

#### 1. مقومات قيام، تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية:

ما يلي تلخيص لأهم هذه المقومات:

- المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي وبذلك يكون الشرط الأول من سوق الأوراق المالية الإسلامية قد تحقق ألا وهو سوق الإصدار.<sup>2</sup>
- ظاهرة نمو وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية، التي وصل عددها إلى حوالي 430 مؤسسة تعمل في 75 دولة حول العالم، ويبلغ حجم أصولها 722 مليار دولار. بمعدل نمو سنوي بلغ حوالي 15% سنوياً، وحجم إصدار الصكوك الإسلامية بلغ 100 مليار دولار في نهاية العام 2009،<sup>3</sup> وإن إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في نهاية الربع الثالث من عام 2009 تقدر بنحو 27 مليار دولار موزعة على 478 صندوقاً استثمارياً إسلامياً في العالم.<sup>4</sup> من بين تلك الصناديق أكثر من مائة صناديق أسهم إسلامية بأصول تزيد عن 5.0 مليار دولار أمريكي.

<sup>1</sup>MOHD RAHIMIE BIN ABD KARIM, *Analysing The Characteristics and Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The MALAYSIAN Case*, Thesis submitted in fulfilment of the requirements for the award of the degree of Doctor of Philosophy in Islamic Finance and Investment at the School of Government and International Affairs, Durham University, p67

<sup>2</sup>جمال لعامرة، ريس حدة، *تحديات السوق المالي الإسلامي*، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات — دراسة حالة الجزائر والدول النامية— بسكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006

<sup>3</sup>محمد عمر جاسر، *نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة*، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية المقام تحت عنوان "الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليميين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء — الجمهورية العربية اليمنية، ص4

<sup>4</sup>موسى عبد العزيز شحاتة، *الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية "الواقع الراهن والاتجاهات المستقبلية"*، مرجع سبق ذكره، ص3

- توفر مؤسسات البنية التحتية للمعاملات المالية الإسلامية، نذكر في هذا الصدد على سبيل المثال لا الحصر السوق المالية الإسلامية الدولية، هذا الجهاز إداري مهمته تطوير وتنمية وتوجيه السوق المالي الإسلامي الدولي واعتماد الأدوات المالية المتداولة والترويج للفكرة في المحافل الدولية والمصرفية. صدر مرسوم ملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2002 بتأسيسه كشخصية اعتبارية في 2002/08/11م.<sup>1</sup>
- تنامي شريحة المتعاملين الذين يرغبون أن تتم معاملاتهم التجارية والمصرفية وفقاً لصيغ التمويل والاستثمار الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية.<sup>2</sup>
- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي ككل، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

## II. تحديات إقامة وتنمية أسواق الأوراق المالية الإسلامية:

رغم توفر مقومات كثيرة للدول الإسلامية لإنشاء أسواق أوراق مالية إسلامية وتنمية القائم منها، إلا أن هناك تحديات كثيرة تقف أمامها -الدول الإسلامية- لتحقيق غايتها، أهم هذه التحديات تتمثل في النقاط التالية:

- **تحديات في نطاق الالتزام بالشريعة الإسلامية.** باعتبار أن أساس نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية هو التزامها بالأحكام الشرعية في المعاملات المالية، فإن الهيئات الشرعية والجامع الفقهي تجدد نفسها مطالبة بالتجاوب مع الحركة السريعة للمال والأعمال،<sup>3</sup> وإقرار الصيغ الجديدة والمستحدثة للعمليات، والمعايير المطلوب الأخذ بها في أعمال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. هذا من حيث الإنشاء والتوحيد للصيغ والأساليب الشرعية وإيجاد المخارج الشرعية والطرق المأمونة.
- غياب سلطة دينية مركزية يؤدي في غالب الأحيان إلى اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف لآخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد.
- يتبين لنا أن المصارف الإسلامية قد بدأت تهتم في استثماراتها المباشرة بالجانب الذي يختص بأسواق المال ولكن وبالرغم من أن استثماراتها في هذا المجال في تزايد مستمر إلا إنها لازالت تستثمر بنسب منخفضة لحد ما ولازالت استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الإسلامي في أسواق المال العالمية وهذا يرجع لعدة أسباب نذكر منها:<sup>4</sup>
- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز المؤسسات المالية الإسلامية: واقعها، تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مجلة علوم إنسانية، السنة الرابعة: العدد33: ربيع 2007، ص11

<sup>2</sup> زايدي عبد السلام، الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 6

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز المؤسسات المالية الإسلامية: واقعها، تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مرجع سبق ذكره، ص7

<sup>4</sup> مهداوي هند، صباح فاطمة، صباغ رفيقة، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-15

- عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.
- لا زالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعاً.
- أن الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد إلى آخر وإضافة لذلك انخفاض نسبة الشفافية قد أثر سلباً على تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.
- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها إلى دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المحامع الفقهية وجماهير أهل العلم في هذا العصر مثل القول بجواز بيع العينة حيث تستخدم وبكثرة في النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا عبر الكثير من الأدوات المصرفية مثل تمويل التجارة والقول بجواز المعاملات التي تتضمن شراء وبيع عقود الديون في الأسواق الثانوية.
- و إذا توفرت الشروط المطلوبة لأسلمة أسواق الأوراق المالية مبدئياً، فإن أهم عوامل النجاح في تنفيذها هو التطبيق المتدرج وفق مخطط تَحَوُّل يأخذ زمناً كافياً دون أن يطول بلا سبب مع تقييم مرافق ومستمر، إضافة إلى توفير الإطار القانوني المناسب لهذه العملية.<sup>1</sup>

### III. متطلبات تنمية وتفعيل أسواق الأوراق المالية الإسلامية:

- حتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يحتاج الأمر لإعداد وتخطيط ورؤية حتى لا يتم التركيز على الجوانب الشكلية والسطحية فقط، بل الأمر يحتاج إلى طول زمن. كما أن عملية تحديد أوجه التشابه وكذلك الاختلاف في أهداف ووسائل السوقيين الماليين (عامّة) الإسلامي والتقليدي له أهميته في خلق ميزة تنافسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية خاصة، مثل محاولة إدخال منتجات مالية جديدة، من حيث الخصائص، والتنوع، تقديم الحوافز الضريبية،.... الخ.
- النقطة الأساسية التي يمكن الانطلاق منها لتجاوز التحديات هي إدراك أهمية سوق رأس المال الإسلامي
- توفر الإرادة السياسية الكفيلة بتوفير بيئة اقتصادية مساندة لعمل أسواق رأس المال الإسلامي. ونعني بالبيئة الاقتصادية المساندة وضع وتنفيذ سياسات اقتصادية ومالية ونقدية تحفز النمو الاقتصادي وتخلق التوقعات المشجعة لعمل الاستثمارات الرأسمالية والمالية.
  - حيث نجد أن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية وحماية لهذا السوق ويتم ذلك عن طريق:<sup>2</sup>
  - إيجاد بنية تحتية مالية تتمتع بالكفاءة تيسر على الأطراف الفاعلة ممارسة عملها بكفاءة.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، مرجع سبق ذكره، ص251

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص37

- وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، بحيث تكون متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد القومي. مع الأخذ بعين الاعتبار الديانات السائدة في هذا المجتمع.
- ضرورة توفر مؤسسات متخصصة لتحليل البيانات المالية والاستثمارية.
- تبني نظام محاسبة سليم يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل بشكل يتفق مع أهدافهم وتفصيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة.
- بناء قاعدة شعبية تكون على دراية تامة بمبادئ وأسس التمويل الإسلامي، ومحاولة نشر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية بحيث تكون قراراتهم مبنية على أسس سليمة في الاستثمار وذلك بغية ترشيد قراراتهم الاستثمارية.
- دعم البحوث والدراسات التي تؤصل الرؤية وترسم المعالم الأساسية لإنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتسهم من ثم في بلورة خطة منهجية لتحقيقها.
- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.
- إيجاد المزيد من البدائل الشرعية للأوراق المالية المتداولة في الأسواق الرأسمالية، حيث يساعد ذلك على توفير مستلزمات إيجاد سوق رأس مال إسلامي، مما يساعد في اجتذاب أموال المدخرين، وخاصة المغتربين<sup>1</sup>
- وضع الخطط الحادة التي تحدد مسار الصناعة المالية الإسلامية بعيدا عن منهجية التقليد والمحاكاة إلى منهجية الأصالة والابتكار،<sup>2</sup> حيث تعتبر المعيارية الشرعية الفارق الأساسي بين منهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية والمنتجات المالية التقليدية. وعليه كان لابد من إيجاد معيارية قادرة على توجيه حركة الابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية بما يضمن هويتها والتزامها بأحكام الشريعة، ويخفف من الآثار السلبية لاستقبال المنتج من قبل جمهور المتعامل.<sup>3</sup>
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.

<sup>1</sup> هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المنتدى العالمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص32

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 30، عدد 2، ص 41

<sup>3</sup> عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية " المنهجية والآلية"، بحث مقدم ضمن فعاليات المنتدى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011

- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية " مصارف إسلامية - شركات استثمار إسلامية - صناديق استثمار إسلامية - شركات سمسرة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.
- ضرورة الالتزام بالقرارات التي يصدرها مجمع الفقه الإسلامي بحيث تكون المرجعية لهيئات الرقابة الشرعية فيما يتعلق بالتمويل الإسلامي بجانب دعم الشراكة بين القطاعين العام والخاص فيما يتعلق بتطوير العمل المصرف الإسلامي، بالإضافة إلى العمل على إيجاد مراكز بحثية متخصصة في الاقتصاد الإسلامي تهدف إلى بناء وعي عام متكامل تجاه التمويل الإسلامي.<sup>1</sup>
- ومن الأمور التي تساعد على التغلب على معوقات إيجاد وتطوير سوق مالي إسلامي نجد كذلك: إيجاد عملة موحدة كالدينار الذهبي الإسلامي، وهو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.
- تطوير وتحديث سوق السندات "الصكوك" الإسلامية باعتبارها أداة مالية مقبولة شرعاً لحشد المدخرات، الأمر الذي من شأنه أن يساهم في تعزيز عمل المصارف الإسلامية وتوظيف السيولة الفائضة لديها وتقليل المخاطر، وتأهيل الأسواق المالية في الدول الإسلامية بما يكفل نجاح سوق الصكوك الإسلامية. كما أن تنوع أدوات الاستثمار المالي يعمل على ضمان توسع السوق وفعاليتها وإتاحة الفرص أمام كافة المتعاملين.
- مع الأخذ بعين الاعتبار ضرورة الابتعاد عن محاكاة الصناعة المالية التقليدية والعمل على ابتكار أدوات مالية جديدة

<sup>1</sup> هيئة التمويل الإسلامي تنظم ملتقى التامين الثاني، مجلة المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 64 نوفمبر 2010، ص8

## خلاصة الفصل الثاني

تعتبر أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية على شكلها الحالي حديثة النشأة، وهي في الغالب أسواق أقل نمواً، أو نامية، ومعظمها كانت نشأتها في إطار برامج الإصلاحات الاقتصادية، حيث شهدت معظم الدول النامية (ومن بينها الإسلامية) في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلية لأسواق الأوراق المالية، ولأن برامج الإصلاح كانت تحت وصاية كل من صندوق النقد والبنك الدوليين فقد كان هيكل أسواق الأوراق وفق المنهج الرأسمالي الربوي الذي لا يتوافق مع الطبيعة الفكرية والاقتصادية والاجتماعية الخاصة للدول الإسلامية، ناهيك عن اختلافاتها عن العقائد الدينية للمجتمعات في هذه الدول إضافة إلى البيئة الاقتصادية غير الداعمة لنشاط أسواق الأوراق المالية بالدول الإسلامية، هناك معوقات عدّة تحول دون نمائها وتطورها، أهمها يتمثل في: عدم التوافق بين الأسس والمرتكزات القائمة عليها أسواق الأوراق المالية في هذه الدول ومبادئ وقيم الفرد المسلم في هذه الدول، حيث أدى هذا إلى نفور الأفراد من الاستثمار داخل هذه الأسواق خاصة مع تنامي الوازع الديني وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية.

تتوفر للدول الإسلامية كل المقومات والمتطلبات الضرورية، لتطوير أسواق أوراقها المالية من خلال تبني فلسفة السوق المالية الإسلامية، من أوراق مالية إسلامية، شريحة معتبرة من المتعاملين (من أفراد ومؤسسات، وحتى حكومات دول) في مجال المعاملات المالية الإسلامية، توفر مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، والأهم من هذا كله، توافر الإطار النظري الخاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية.

رغم كل المقومات التي تتمتع بها الدول الإسلامية لإنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية أو تطوير القائم منها في القلة القليلة من هذه الدول (باكستان، السودان، اندونيسيا)، إلا أنّ هناك تحديات كثيرة تقف أمامها لتحقيق هذه الغاية، ولعل مسألة الالتزام بالشرعية الإسلامية تعتبر أهم هذه التحديات.

رغم النشأة الحديثة لمعظم أسواق الأوراق المالية الإسلامية، إلا أنّ هناك تجارب ناجحة وهي رائدة على المستوى العالمي، مثل تجربة ماليزيا في مجال تأسيس وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة التي ثبت نجاحها من خلال التطورات الهامة التي عرفتها مثل ارتفاع عدد الشركات المدرجة، عدد الأدوات المالية المتداولة بها، توفر الإطار التنظيمي والقانوني الدائم للمعاملات المالية الإسلامية، على رغم من أنها سوق فتية، فما مدى إمكانية الدول الإسلامية الاستفادة منها.

الفصل الثالث  
دراسة حالة سوق رأس المال  
الإسلامي الماليزي  
2000 - 2010

## تمهيد:

من منطلق الأهمية البالغة لأسواق الأوراق المالية كحلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين، وكفاءتها في تعبئة الموارد المالية على المدينين المتوسط وطويل الأجل وتخصيصها، عملت ماليزيا على تطوير سوقها المالي، بوضع الإجراءات والخطط الكفيلة لنمو هذه الأسواق وتنميتها وتفعيلها خاصة بعد الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد الماليزي عام 1997. ومن بين خطط تطوير سوق المال الماليزي، خطة العام 2001، والتي من بين مضامينها الإجراءات التي نصت على إنشاء سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ولأن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتوافر فيه فرصاً استثماريةً وتمويليةً متوسطاً وطويلاً في الآجال، من حيث الأدوات المالية والخدمات التي تتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتقوم على أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته، ويسعى إلى تقديم البديل الإسلامي للسوق المالي التقليدي في ماليزيا وتلبية رغبات جمهور المستثمرين والمدخرين المسلمين، والإسهام في فتح المجال لتحقيق المقصد الشرعي بحفظ أموال المسلمين واستثمارها لصالحهم في ديارهم من خلال جذب شريحة ليست هينة يحكمها في استثمار أموالها أبعاد عقائدية، عملت الحكومة الماليزية على تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتنميته منذ التسعينات وفي وقت مبكر. وقد اتخذت الحكومة لأجل ذلك جهوداً جبارة من البرامج العديدة التي صاغتها في هذا المجال، وأبدت تصميمًا قويا في تأسيس ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.\*

من خلال ما يلي سيتم عرض عموميات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما سيتم التطرق إلى تطور أدائه خلال الفترة (2000-2010) للوقوف على أهم عوامل نجاحه ومن ثم محاولة حصر التحديات والعوائق التي تواجهه، كما سيتم من خلال ذات الفصل وضع نظرة استشرافية لآفاق سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

\* اختيار التجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية الإسلامية لتكون محلاً للدراسة، جاء لأسباب عديدة أهمها:

- تتميز التجربة الماليزية بشمولية النظام المالي الإسلامي (خدمات المصرفية الإسلامية، تكافل، سوق نقد ورأس المال الإسلاميين)،
- وجود مجموعة من المنتجات المبتكرة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل: الصكوك، صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري والمنتجات المهيكلة وعقود المشتقات
- اتبعت ماليزيا نهج التدرج في تطبيق النظام المالي الإسلامي، وتظهر أهمية التدرج في تطبيق نظام التدرج عند النظر في موقف الناس في تعاملهم مع الواقع، ومن شأن دراسة هذه التجربة الاستفادة منها في التطبيق على الدول الإسلامية.
- تتميز التجربة الماليزية في مجال الأسواق المالية الإسلامية، بالاستمرارية في التطوير والدعم القوي من طرف الحكومة.
- وضع الأسس الكفيلة لجعل سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا رائدة في العالم من خلال وضع الإطار التنظيمي والقانوني، الوضوح والاتساق من خلال هيئة الأوراق المالية وكذا المجلس الاستشاري الإسلامي. فقد كان لهيئة الأوراق المالية الأثر الواضح في تسهيل عملية ابتكار منتجات جديدة من خلال المبادئ التوجيهية، بل أنها أصبحت أيضاً المعيار المرجعي للبلدان الأخرى في مجال تطوير سوق رأس المال الإسلامي بهم.



## المبحث الأول: النظام المالي في ماليزيا:

يلعب القطاع المالي عامة الدور الفاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا، وسوق رأس المال خاصة من خلال إشراك القطاع الخاص في ذلك، وما يميز النظام المالي الماليزي هو الازدواجية، فهو يجمع بين النظامين التقليدي والإسلامي. وفي سياق حديثنا عن النظام المالي الماليزي سيتم التركيز على أسواق رأس المال، وخاصة الإسلامية منها، باعتبارها أداة فعالة في الإيفاء بمتطلبات التنمية التمويلية لكلا القطاعين العام والخاص، وهذا مهم جدا بشكل خاص بالنسبة لاقتصادات السوق الناشئة.

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءاً هاماً ومكماً في توسيع وتعميق السوق المالي في ماليزيا، مثل هذه الأسواق تعتبر ضرورية لكفاءة تعبئة الموارد وتخصيصها، هو أكثر من ذلك في الاقتصاد الإسلامي لأن تحريم الفائدة يعني زيادة الاعتماد على الأسهم والتمويل القائم على الأصول.<sup>1</sup> وقد اعتمدت ماليزيا لتطوير التمويل الإسلامي فيها، على نهج تنمية عملي وتدرجي لتبني نظام شامل للمالية الإسلامية، والذي يعمل على أساس متواز مع النظام المالي التقليدي. ليتأهل كنظام قابل للنمو والاستمرار لأن العبرة ليست في إمكانية الإيجاد بل في الاستمرارية والمواصلة.

## المطلب الأول: طبيعة النظام المالي الماليزي:

ينقسم الهيكل الحالي للنظام المالي الماليزي إلى ثلاثة أجزاء، وهي القطاع المصرفي (يشمل البنوك الإسلامية، البنوك التجارية، بنوك التاجر)، المؤسسات المالية غير المصرفية (كالبنك الوطني للائحة وصناديق المعاشات، وشركات التأمين...)، والأسواق المالية.<sup>2</sup>

اتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته وتنوع مؤسساته وخضوعه الدائم والمستمر للتطوير، كما اتسم بسياسته الحذرة والمتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الاقتصاد الماليزي خلال حقبي الثمانينات والتسعينيات من القرن الماضي حيث اتخذت ماليزيا نهجاً تدرجياً كأساس للإصلاح، التزم بالتدرج السليم، ونتيجة لذلك كان الاقتصاد الماليزي هو الأقل تضرراً في الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات دول شرق آسيا وكمثال لذلك أزمة عام 1997، كما كان أكثر الاقتصاديات قدرة في التعامل مع تداعيات الأزمة واتخاذ الإجراءات التعويضية لإزالتها أو الحد منها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Salman Syed Ali, **Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development**, Op-Cit, p3

<sup>2</sup> Azali Mohamed, **The Malaysian Economy and the Monetary Policy: A Historical Review**, Free Lecture Notes, 15 December 2000, p22

\* تباهى ماليزيا بنظام مالي قوي ومزدهر بدعم من اقتصاد ديناميكي ومتنامي، نتيجة حزمة الإصلاحات الاقتصادية والسياسية المتخذة من طرف الحكومة الماليزية في منتصف 1980. ويقدر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) في ماليزيا بـ 8 ٪ سنوياً خلال السنوات القليلة الماضية، وقد أدى النمو القوي في الناتج المحلي الإجمالي إلى فائض تجاري، وتقلص الدين الوطني وزيادة التصنيع في البلاد. وقد ساهم كل هذا في ديناميكية

## I. النظام المالي في ماليزيا وبداية التوجه الإسلامي:

من منطلق أن الإسلام يعتبر منهجاً شاملاً لمختلف جوانب الحياة، بدأت القيادة الماليزية ممثلة في شخص (مهاتير محمد)\* في تطوير رؤية للإسلام كإطار عام وكلي للتنمية يتماشى مع واقع المجتمع الماليزي المتعدد الأعراق، المنفتح على كافة الثقافات والأفكار والسياسات التي تفيدي في تحقيق التنمية. وقد ظهر البعد الإسلامي في النموذج الماليزي للتنمية في صور عدة.

ينظر إلى التمويل الإسلامي على أنه رد فعل وظيفي لنقاط الضعف في التمويل التقليدي، بحيث كان تطور التمويل الإسلامي في مرحلة ما بعد الأزمة المالية سنة 1997 وسيلة يمكن من خلالها لماليزيا إعادة تنشيط نظامها المالي وتجنب مخاطر هزات الأسواق المالية الدولية وإيجاد لنفسها مكانا في الاقتصاد العالمي.

يمكن تقسيم تطور العمل المالي الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاثة مراحل أساسية:<sup>1</sup> عرفت المرحلة الأولى (1983-1992) بمرحلة الاكتشاف، المرحلة الثانية (1993-2001) عرفت بمرحلة القبول والمرحلة الثالثة (2002-2010) عرفت هي الأخرى بمرحلة إستراتيجية التنمية (انظر الملحق 3-1). يمكن تلخيص تطور التمويل الإسلامي في ماليزيا على النحو التالي:

تعود جذور التمويل الإسلامي في ماليزيا إلى بداية الستينات من القرن العشرين، عندما قامت الحكومة الماليزية بتأسيس صندوق الحج Lembaga Urusan Dan Tabong Haji (LUTH) في نوفمبر سنة 1962 وبدأ العمل به رسمياً سنة 1963،<sup>2</sup> كان الصندوق يعمل على توفير نفقات الحج للمسلمين الماليزيين الراغبين في أداء فريضة الحج بأقل التكاليف ودون الوقوع في الربا. وطبقاً لأهداف الصندوق تستثمر المبالغ الجمعة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.<sup>3</sup> يستخدم الصندوق أسلوب المضاربة (تقاسم الأرباح والخسائر)، المشاركة (مشاريع مشتركة) وأسلوب الإجارة، صيغ تمويل الاستثمار هذه تكون بتوجيه من هيئة الفتوى الوطنية للماليزيا (National Fatawah Committee of Malaysia).

واعتباراً بما شهدته صندوق الحج من نمو مطرد نتيجة اتساع أنشطته لتشمل إضافة للدخار عملية الاستثمار وإقبال منقطع النظر، فقد نجم عن ذلك ارتفاع سريع في عدد المودعين، وفي حجم الودائع، فبعد أن كان عدد المودعين عند تأسيسه يقدر ب 1281 مودعا فقط، ارتفع في سنة 2005 إلى 13,319 مليون

وازدهار القطاع المالي إلى حد أن في بعض الأوقات كان هناك الخوف من أن يجري تحول ماليزيا إلى "اقتصاد الفقاعة"

<sup>3</sup> عاطف وليد أندروس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 193

\*ولد محمد ماهاتير (20-06-1925) رابع رؤساء وزراء ماليزيا في الفترة من 1981 إلى 2003، وهو أحد صنّاع نهضة ماليزيا الإسلامية

<sup>2</sup> Wan Sulaiman Bin Wan Yusoff Alfattani , **MALAYSIAN EXPERIENCES ON THE DEVELOPMENT OF ISLAMIC ECONOMICS, BANKING AND FINANCE**, p406

<sup>3</sup> Aishath Muneeza, Ismail Wisham, Rusni Hassan, **The Paradox Struggle Between the Islamic and Conventional Banking Systems**, Journal of Asia Pacific Studies ( 2010) Vol 1, No 2, p 197

مودعا، أما حجم الودائع فقد ارتفع من 46,600 رنجت ماليزي\* إلى 5.098 مليون رنجت ماليزي.<sup>1</sup> ونتيجة لنجاح الصندوق في استقطاب مدخرات لا بأس بها ومن ثم استثمارها في أنشطة اقتصادية بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، فقد دفع ذلك الحكومة الماليزية إلى التفكير جديا في تأسيس مؤسسات مالية إسلامية... وتأسيسا على ذلك فقد تم 1981 تشكيل لجنة توجيهية وطنية (National Steering Committee) لتطوير المعاملات والخدمات المالية الإسلامية، كان عمل اللجنة التوجيهية ينصب في التركيز على دراسة الجوانب القانونية، الشرعية والتنفيذية لإنشاء بنك إسلامي بهدف توسيع نطاق الخدمات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا.<sup>2</sup> وبعد سنتين من ذلك تم تأسيس أول مصرف إسلامي في البلاد، من خلال وضع الهيئات التنظيمية والسلطات السياسية إطار تنظيمي محدد للبنوك الإسلامية، والهدف واحد: 20% من حصة السوق بحلول عام 2010.<sup>3</sup> وقد شهد بنك إسلام ماليزيا الإسلامي نموا مطردا خلال السنوات الأولى من تأسيسه، حيث ارتفعت موارد الصندوق من 171 مليون رنجت ماليزي نهاية سنة 1983 إلى 1,449 مليون رنجت ماليزي نهاية سنة 1989، وشكلت الودائع ما نسبته 87.8% من الحجم الكلي لموارد المصرف (أي ما يقدر بـ 1,272 مليون رنجت ماليزي) خلال سنة 1989 لترتفع الى 2.9 بليون رنجت ماليزي سنة 1994، تمويلات المصرف توسعت هي الأخرى من 41 مليون رنجت ماليزي نهاية سنة 1983 إلى 1.2 بليون رنجت ماليزي في نهاية 1994.<sup>4</sup> حاليا يوجد بالنظام المصرفي الإسلامي الماليزي 42 مؤسسة مالية إسلامية من بينها ثلاثة مصارف إسلامية أجنبية.<sup>5</sup>

أدرج المصرف الإسلامي في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا سنة 1992، وفي سنة 1984 تم تأسيس أول شركة تكافل، أدرجت هي الأخرى في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا في شهر جويلية سنة 1996. بدأت المرحلة الثانية من تطوير التمويل الإسلامي في ماليزيا، في مارس 1993 مع الأخذ بمخطط النوافذ الإسلامية، حيث تم السماح للبنوك التقليدية بتقديم خدمات المصرفية الإسلامية، وكنتيجة لاتساع خدمات المصرفية الإسلامية وخدمات التأمين الإسلامي، ظهرت الحاجة إلى تأسيس سوق نقدي إسلامي ما بين المصارف، من أجل توفير مصدر سيولة جاهزة للمؤسسات المالية الإسلامية وتعزيز التعاون فيما بينها من خلال أدوات سوق النقد الإسلامي، فكان ذلك في جانفي 1994، وبعد ذلك تم تأسيس سوق رأس المال الإسلامي في 1996، لتسهيل وتسريع تطوير التعامل بالأوراق المالية الإسلامية، وحرصا على سلامة الأوراق المالية

\* 1 دولار أمريكي = 3,0835 رنجت ماليزي (2010)

<sup>1</sup> Wan Sulaiman Bin Wan Yusoff Alfattani , **MALAYSIAN EXPERIENCES ON THE DEVELOPMENT OF ISLAMIC ECONOMICS, BANKING AND FINANCE**, Op-Cit, p406

<sup>2</sup> Kabir Hassan, Michael Mahlke, **ICM : products and strategies**, John Wiley and Sons, 2011, p224

<sup>3</sup> Anouar Hassoue, **Quelle intégration de la finance islamique dans le système financier global? Quels enjeux pour la France?**, Moody's Investors Service, Paris, France, 14 mai 2008, p12

<sup>4</sup> Hassanali Mehran, Bernard Laurens, Marc Quintyn , **Interest rate liberalization and money market development: selected country experiences: proceedings of a seminar held in Beijing July/August 1995**, International Monetary Fund, 1996, p159

<sup>5</sup> Kabir Hassan, Marvyn Lawis, **Handbook of Islamic Banking**, Edward Elgar Publishing, 2007, p392

الإسلامية فيما يتعلق بتوافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تم تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي الوطني (NSAC) في ماي 1997، ويعتبر أعلى سلطة شرعية على المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا.<sup>1</sup>

التطور السريع في قطاعي المصارف الإسلامية والتكافل، وضع حجر الأساس لخلق سوق رأس المال الإسلامي. كما هو الحال بالنسبة لنظيره التقليدي، يستكمل قطاع المصارف الإسلامية والتكافل مهامهما في النظام المالي الإسلامي ويعززان بوجود سوق رأس المال الإسلامي.<sup>2</sup>

عرفت العشرية الأولى من الألفية الثالثة بمرحلة إستراتيجية التنمية، حيث تم صياغة خطة إستراتيجية من قبل الحكومة الماليزية لتنمية سوق رأس المال الإسلامي،\* تتضمن التوصيات والمبادرات الضرورية لذلك، إضافة إلى (Master Plan 1) هناك المخطط الاقتصادي الماليزي التاسع والميزانيات السنوية ابتداء من عام 2000 حتى عام 2010، وهي أمور كلها كانت بغرض تنمية سوق رأس المال الإسلامي.<sup>3</sup>

تم كذلك خلال نفس الفترة تأسيس العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وكذا إصدار أوراق مالية إسلامية وتداولها في السوق الثانوي وذلك ابتداء من جانفي 2001.<sup>4</sup> كما عملت ماليزيا بسياسة الباب المفتوح في التمويل الإسلامي في عام 2005م، من خلال تقديمها لمجموعة من الحوافز لجذب المتعاملين الأجانب، والسماح لهم بتأسيس مؤسسات مالية إسلامية.

وبذلك أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية. وقد شهد نمو السوق المالية الإسلامية أبعاداً دولية شملت إنشاء مجالس وهيئات مالية ونقدية لها أبعاد دولية، ومن ذلك مجلس الخدمات المالية الإسلامية وفتح فروع لبنوك دولية إسلامية،<sup>5</sup> وكذلك إصدار صكوك دولية إسلامية.

<sup>1</sup> Salman Syed Ali, **Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development**, Op-Cit, pp 388, 389

<sup>2</sup> Akhtarzaite Abdul Aziz, **Capital Market in Islamic framework : Malaysian Experience**, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges "Prospects and Challenges", College of Sharia and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 - 8 March 2007, p2

\*كان الدافع الأساسي من وضع (Master Plan 1) هو التحديات الاقتصادية التي واجهت الحكومة الماليزية على خلفية الأزمة المالية لعام 1997، بحيث رفضت الحكومة الماليزية التدخل الأجنبي لحل الأزمة وقتئذ.

<sup>3</sup> Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **The Evolution of The Islamic Capital Market In Malaysian**, Op-Cit, p8

<sup>4</sup> Juan Solé, International Monetary Fund, **Introducing Islamic banks into conventional banking systems**, Numéros 2007 à 2175, International Monetary Fund, 2007, p14

<sup>5</sup> كوالالمبور بوابة رئيسية للمستثمرين المؤسسين ومستثمري القيمة الصافية.

<http://www.malaysiaarab.com/forums/archive/index.php/t-843.html>

تاريخ الإطلاع: 2011-06-21

إن ما يهمننا في تطور النظام المالي الماليزي بشكل خاص هو تجربة عمل سوق رأس المال الإسلامي، وهو ما سنتطرق إليه من خلال التعرف على بدايات هذه التجربة ومن ثم واقعها، ولكن قبل ذلك سيتم التطرق وبشكل مختصر إلى السوق المالي الماليزي بشكل عام وبشيء من الاختصار.

### المطلب الثاني: السوق المالي الماليزي:

على خلفية التحول الاقتصادي، تسارع وتيرة التنمية الاقتصادية وتغير البيئة الدولية إضافة إلى الأزمة المالية التي طالت الاقتصاد الماليزي سنة 1997، شهد هذا الأخير تغيرات عديدة في مختلف القطاعات بما في ذلك القطاع المالي الذي استدعى وضع الإجراءات الضرورية لتعزيز استقراره وزيادة فعاليته وكفاءته في حشد الموارد المالية الكافية لمسايرة وتيرة التنمية الاقتصادية، أهم تلك الإجراءات تتمثل في التالي:

- تزايد الاعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال رفع وزنه النسبي وتقليل الاعتماد المفرط على القطاع المصرفي في تلبية احتياجات التمويل.
  - تطوير سوق السندات الحكومية والسندات الخاصة لإشراك القطاع الخاص في تمويل التنمية، فمنذ سنة 1999 فاقت إصدارات القطاع الخاص العام، ففي سنة 2004 ارتفعت إصدارات القطاع الخاص إلى 51.8% من حجم إصدارات الصكوك مقارنة ب 39.5 سنة 1996.<sup>1</sup>
  - إعادة النظر في اللوائح والإجراءات التحوطية في أسواق المال الماليزية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية والمالية المحلية، الإقليمية والدولية.
- وقد انعكس هذا التوجه الجديد على هيكل النظام المالي الماليزي الراهن وتشكلت بنيتة المؤسسية والتشريعية والتنظيمية الراهنة في ضوء عمليات التطوير المستمرة التي خضع لها.

#### I. نشأة وتطور سوق رأس المال الماليزي:

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية. وكان الاتجاه إلى إنشاء بورصة منظمة بماليزيا قد بدأ سنة 1930 عندما تم تأسيس بورصة ماليزيا للأوراق المالية من طرف جمعية وسطاء بورصة سنغافورة،<sup>2</sup> وكان قيد الأوراق المالية وتداولها يتم في بورصة سنغافورة (SES)، أما سوق رأس المال في ماليزيا فقد أسس رسمياً عام 1973،<sup>3</sup> وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجياً، ويعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية. إلا أن البداية الحقيقية لنمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات،

<sup>1</sup> N. Kokularupan, **Experience of Economies in Securitisation: Malaysian**, ASEAN+3 Workshop on the Rise of Asset Securitisation in East Asia, 7 - 9 November 2005, p16

<sup>2</sup> Keat Gin Ooi, **historical Dictionary of malaysian**, Scarecrow Press, United States of American, 2009, p50

<sup>3</sup> Ranjit Ajit Singh and Zainal Aznam Yusof, **Denelopment Of The Capital Market In Malaysian**, AT10 Research Conference, 7-8 March 2000, p8

حيث قدر حجم السوق ب 62 مليار دولار أمريكي، لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS". وقد بلغت رسملة سوق الأسهم الماليزية 91.6 مليار دولار أمريكي سنة 1993 وبذلك تكون قد تضاعفت 58% مقارنة بسنة 1991. ووفقا للبنك الدولي، ارتفعت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق الأسهم الماليزي من 110.4% في 1990 إلى 127% سنة 2000.<sup>1</sup>

تطور سوق رأس المال في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 منذ تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم "KLSE" التي أسست في عام 1994م، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة "Warrants" ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليها القطاع العام والخاص.<sup>2</sup>

في أعقاب الأزمة المالية التي طالت ماليزيا، شرعت الحكومة الماليزية في عام 1999، وذلك عقب الإعلان في ميزانية عام 2000، وضع خطة إستراتيجية طويلة الأجل لتطوير سوق رأس المال الماليزي وتحديد اتجاهاته المستقبلية على المدى الطويل،<sup>3</sup> تتمثل الأهداف الرئيسية للمخطط في التالي:

- تطوير سوق رأس المال ورفع المركز للشركات الماليزية،
- تعزيز فعالية إدارة الاستثمار والصناعة وتوفير بيئة مواتية للمستثمرين،
- تعزيز الوضع التنافسي وكفاءة مؤسسات السوق،
- تطوير بيئة قوية وتنافسية لخدمات الوساطة،
- ضمان وجود نظام أقوى وأكثر تنظيمًا،
- إنشاء ماليزيا باعتبارها مركز سوق رأس المال الإسلامي الدولي،

ضف إلى ذلك وبسبب مشكلة السيولة التي نشأت بسبب توافر الأموال الفائضة في صناعة التمويل الإسلامي، ركزت الحكومة الماليزية على تطوير سوق رأس المال الإسلامي، وسعت هيئة الأوراق المالية الماليزية لجعل ماليزيا مركزا دوليا لأسواق رأس المال الإسلامية فأدرجت في خطتها في عام 2001 تطوير أسواق رأس

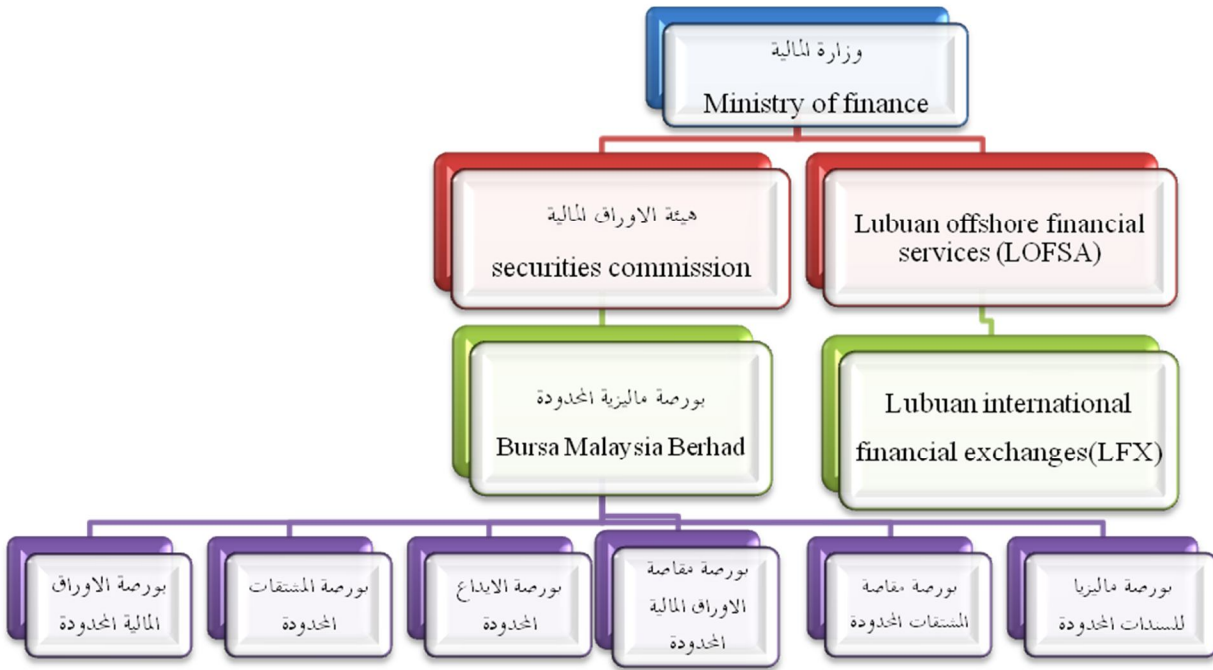
<sup>1</sup> Aisyah Abdul Rahman, Noor Zahirah Mohd Sidek and Fauziah Hanim Tafri, **Macroeconomic determinants of Malaysian stock market**, African Journal of Business Management Vol.3 (3), March, 2009, p96

<sup>2</sup> علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، سلوك المدودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية " دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010"، مداخلة مقدمة في المنتدى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي لغرداية، الجزائر، 23-23/02/2011، ص13

<sup>3</sup> Mohamed Ariff, and all, **Governance Re-Invented: Pogram, C0nstraints and Remaining Agenda in Bank and Corporate Restructuring in Malaysia**, , Par United Nations. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, United Nations Publications, 2001, p 93



المال الإسلامية، والأسباب كانت استراتيجية أكثر منها عقائدية، وذلك من خلال تفعيل دور كل من: قسم أسواق رأس المال الإسلامية، والمجلس الاستشاري الشرعي .  
في سنة 2004 تم إعادة هيكلة القطاع، وذلك بتأسيس شركة مساهمة عامة قابضة لعدة شركات تابعة تقدم خدمات مختلفة لقطاع الأوراق المالية، ولقد تم إدراج الشركة القابضة الأم في إحدى هذه الشركات وهي شركة بورصة ماليزيا للأوراق المالية.<sup>1</sup> والنموذج التالي يبين الهيكل التنظيمي للسوق المالي الماليزي .  
الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لسوق المال الماليزي



Source: Wan Razazila Wan Abdullah and other, The Evolution of the Islamic Capital market in Malaysian, Op-Cit, p3

## II. أقسام سوق رأس المال الماليزي:

يتكون سوق رأس المال الماليزي من ثلاثة أقسام هي كالتالي:

### 1. سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء كانت تقليدية أم إسلامية. وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، يتم فيها تداول الأدوات المالية التالية: الأسهم

<sup>1</sup> فوزي بهزاد، نظرة عامة حول قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية، اتحاد هيئات الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية، ص 131

العادية، الأسهم الممتازة، وحدات الاستثمار العقاري، وشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة. وتعتبر البورصة الماليزية للأوراق المالية سوقاً منظمة لتداول تلك الأوراق المالية، وهي تحتوي على:<sup>1</sup>

● القائمة الرئيسية "Main Board": وهي عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 60 مليون رينجيت ماليزي.

● القائمة الثانوية "Secondary Board": هي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي.

● البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة "The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation Bhd - MESDAQ" وهي عبارة عن البورصة التي يتم فيها إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتقدمة، والتي لم تدرج في اللوحين الرئيسة والثانوية.

تم الموافقة على MESDAQ في أكتوبر 1997م وبدأ التداول بها في أبريل 1999، وبحلول العام 2000 تم دمجها مع بورصة كوالالامبور وكان عدد الشركات المقيدة بها ثلاثة شركات فقط.<sup>2</sup>

## 2. سوق السندات:

يعتبر سوق السندات في ماليزيا سوقاً غير منظم، يتم فيه تداول السندات طويلة الأجل، وقد تكون هذه السندات صادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، ويتم إدارة السوق وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني في الوقت الحقيقي للأموال والأوراق المالية النظام الذي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات سواء كانت السندات تقليدية أم إسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها.

ويعتبر البنك المركزي الماليزي مسئولاً عن السوق الثانوية لتداول السندات في ماليزيا. أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي جهة مسؤولة كاملة عن السوق الأولية، وهي جهة رقابية رئيسة لسوق السندات من حيث إصدار القوانين، والتشريعات، والتعليمات لهذا السوق، وقد أدى التعاون بين الجهتين إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلية.

## 3. سوق المشتقات:

وهي عبارة عن البورصة التي يتم فيه تداول منتجات المشتقات، وبشكل عام لا تزال سوق المشتقات المالية في ماليزيا فتية، على الرغم من الجهود المتضافرة في السنوات الأخيرة، التي تبذلها هيئة الأوراق المالية الماليزية ومؤسسات السوق لبناء سوق المشتقات. وقد يعزى هذا جزئياً إلى نقص السيولة عام 1997 الأزمة المالية الآسيوية، غياب المشاركة الفعالة من المؤسسات المحلية وانخفاض مستويات الوعي الاستثماري... إلخ.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Keat Gin Ooi, **historical Dictionary of Malaysian**, Op-Cit, 2009, p50

<sup>2</sup> Ranjit Ajit Singh, Zainal Aznam Yusof, **Development of the in Malaysian**, Op-Cit, p9

<sup>3</sup> Adeline Wong, **Essential Tax Planning Strategies in Malaysian**, CCH Asia Pte Limited, 2008, p353



تعتبر العقود الآجلة لزيت النخيل الخام (crude palm oil futures) أولى عقود المشتقات التي تم إطلاقها في أكتوبر 1980، وهي أفضل العقود الآجلة للسلع الأساسية على الإطلاق في سوق المشتقات الماليزية.

### المطلب الثاني: الجهات الرقابية على سوق رأس المال الماليزي:

من أجل ضبط السوق وإخضاع السوق المالي سواء كان تقليدياً أو إسلامياً للرقابة والإشراف، عملت الحكومة الماليزية على تشكيل جهات رقابية تعمل على ضمان التزام المشاركين في السوق بكافة القوانين والتشريعات، تتمثل الجهات الرقابية على سوق المال الماليزي نذكر ما يلي:

#### I - الجهة الرقابية العليا لسوق رأس المال في ماليزيا:

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission of Malaysia" "SC" الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة التنظيمية الوحيدة المسؤولة عن تنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي، وهي مسؤولة بشكل مباشر عن التنظيم والإشراف على أنشطة المؤسسات في السوق، بما في ذلك البورصات وبيوت المقاصة، ومراقبة التراخيص بموجب قانون خدمة أسواق رأس المال عام 2007 (the Capital Markets Service Act 2007)، وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993<sup>1</sup>، وهي ترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية من خلال تقديم التقارير مباشرة إليها<sup>2</sup>. الأهداف والوظائف العامة لهيئة الأوراق المالية في أية سوق بصفة عامة هي كالتالي: <sup>3</sup>

- وضع الآلية المناسبة لتنظيم قطاع الأوراق المالية
- الحد من المضاربة الضارة بالسوق المالي، الهيئة مسؤولة أيضا "عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤوليتها عن تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع سوق رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي، الإقليمي والعالمي.
- تنظيم عمل الوسطاء ومؤسسات الخدمات المالية في السوقين الأولي والثانوي
- التأكد من حصول جمهور المساهمين والمتعاملين على المعلومات الدقيقة عن الأوراق المالية المتداولة
- توزيع المهام على المؤسسات الحكومية لتلا يحدث تداخل في المهام ما بين هذه المؤسسات.

<sup>1</sup> Wan Razazila Wan Abdullah, and all, **The Evolution of the Islamic Capital Market in Malaysian**, Op-Cit, p3

<sup>2</sup> Jasri Jamal, Naaishah Hambali, Hasani Mohd Ali, **Islamic capital market and Shari'ah screening in Malaysia**, Conceptual paper present in the International Research Symposium in Service Management, The Meridien Hotel, Mauritius, 24-27 August 2010, p4

<sup>3</sup> فوزي بيزاد، نظرة عامة حول قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية، مرجع سبق ذكره، ص34

- حماية المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية.

ويخضع سوق رأس المال الإسلامي لسلطة هذه الهيئة، وقد تم أيضاً تأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية لتدعيم ومساندة الهيئة وهي تحت إشرافها. وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي "Islamic Capital Market Department" للرقابة على أنشطة هذا السوق والتأكد من أن التزامه بالمعاملات الإسلامية، إلى جانب التزامه بالقوانين والتشريعات والتوجيهات الرسمية من الهيئة، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية الغراء.<sup>1</sup>

## II- الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال في ماليزيا:

هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا. وتتكون الجهات الفرعية من البورصة الماليزية المحدودة والشركات التابعة لها، وأهم هذه الشركات ما يلي:

### 1. بورصة الأوراق المالية المحدودة " Bursa Malaysia Securities Bhd "

وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة والمسماة "نظام تأسيس الشركة وأعضائها في شؤون الأوراق المالية.

وتمنع البورصة الماليزية للأوراق المالية العمليات المحظورة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها. وتتولى وزارة المالية الماليزية مسؤولية الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مسؤولة مباشرة عن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية، وبناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية. وهذا لضمان التزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها.

### 2. بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة " Bursa Malaysia Securities Clearing Bhd "

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونياً، وتوفر خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 "Securities Industry Act 1983"، ومن وظائفها الرئيسية، معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص93

### 3. بورصة الإيداع المحدودة "Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd"

وهي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم. وهذا النظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة. وتسوية هذه الأسعار يكون من خلال الأنظمة الإلكترونية. ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم "Central Depository System Account" وتتم عملية التسجيل في الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض في حساب التوفير. وهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

### 4. بورصة المشتقات المحدودة "Bursa Malaysia Derivatives Bhd"

وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، والخيارات، والمبادلات، والآجلة). وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها. وقد كانت هيئة الأوراق المالية الماليزية تطبق قانون صناعة المستقبلات لعام 1993 "Future Industry Act 1993" وتقوم بورصة المشتقات بتطبيق قواعد الأعمال، كجهة رقابية ذاتية، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

### 5. بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة "Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd"

وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات. والخلاصة أن وجود الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي يمكن أن تساعد أسواق الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال تطبيق القوانين الصادرة عنها.

## المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

إنشاء سوق المال الإسلامي في ماليزيا، بشقيه النقدي والرأس المالي، يعتبر أحد المعالم البارزة في مجال التمويل الإسلامي في ماليزيا.<sup>1</sup> وهي بذلك تعتبر في طليعة الدول في مجال المالية الإسلامية، من حيث البنية الأساسية للسوق مع الدعم الثابت من الحكومة بتوفير القوة الدافعة لنمو سوقها المالي الإسلامي محلياً، إقليمياً ودولياً.

تعتبر ماليزيا واحدة من الدول التي تعمل على النظام المالي المزدوج. وفيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي نجد أنها تلعب دوراً مكملًا للنظام المصرفي الإسلامي ونظام التكافل في خلق شامل لنظام مالي إسلامي.

تلعب السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال دوراً هاماً شأنها في ذلك شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلي هذه السوق احتياجات الأغلبية المالايوية الإسلامية من الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي. وقد بدأت سوق رأس المال الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا.<sup>2</sup>

الحاجة إلى تعزيز التنمية المنتظمة لأسواق رأس المال الإسلامي هو واضح من منظور الاقتصاد الكلي عموماً. كما أكدت الأزمة المالية الآسيوية على مخاطر الاعتماد المفرط على القطاع المصرفي لتمويل الشركات والوساطة إضافة إلى الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي كشفت هي الأخرى عن مخاطر إفراط المصارف في الاعتماد على التمويل بين البنوك لتوفير السيولة.<sup>3</sup>

تأسيساً على ما سبق سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوره، أهميته، مميزاته، وأهم الأدوات المتداولة به. كما سيتم الإشارة وبشيء من الاختصار إلى سوق النقد ما بين المصارف الإسلامي نظراً لدوره الحيوي في الاقتصاد.

## المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، النشأة، المميزات والتطور:

رأينا سابقاً كيف أن الاتجاه نحو تبني النظام المالي الإسلامي عامة، وسوق رأس المال الإسلامي خاصة، كان بغرض تغطية ثغرات النظام المالي التقليدي، وبالتالي فالأسباب كانت إستراتيجية أكثر منها عقائدية، وقد تم ذلك كله وفق خطة إستراتيجية مسبقة امتدت لعقود من الزمن، ففي بداية تجربة التمويل الإسلامي في ماليزيا

<sup>1</sup> Med Akram Laldin, **Shariah Approved securities Screening process in Malaysia**, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges "Prospects and Challenges", College of Shariah and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 -8 March 2007, p

<sup>2</sup> عاطف وليد أندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص209

<sup>3</sup> Tai Boon Leong, Seminar on Strategies for Development of Islamic Capital Markets, Singapore, 7 June 2011

كان نمو سوق المال الإسلامي ضئيلاً مقارنة بقطاعي المصارف الإسلامية وقطاع التكافل إلا أن تلك الحالة تلاشت مع توفير البنية التحتية الضرورية لنمو هذه السوق.

### I- سوق المال الإسلامي بين المصارف:

طرح فكرة إنشاء سوق المال الإسلامي بين المصارف في الثالث من جانفي عام 1994 بهدف حل مشكلة السيولة التي قد تعانيها المؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي توفير مصدر لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المؤسسات المالية في النظام المالي الإسلامي على تلبية متطلبات التمويل على نحو إيجابي وفعال.

أما المبادئ التوجيهية التي تتعلق بسوق النقد الإسلامي بين المصارف، فقد تم إصدارها من طرف بنك نيجارا ماليزيا "BNM" (البنك الماليزي المركزي) في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق على نحو لائق وصحيح، وهي تغطي النواحي التالية:<sup>1</sup>

- المتاجرة بين البنوك في الأدوات المالية الإسلامية.
- نظام لتبادل السيولة بين البنوك الإسلامية أو البنوك التقليدية التي تقدم خدمات مصرفية إسلامية في ما يعرف بمشروع العمل المصرفي اللاربوي "IBS"
- نظام المقاصة الإسلامية بين البنوك، حيث أن جميع البنوك العاملة في الدولة تشترك في نظام المقاصة، إلا أن البنوك في إطار مشروع IBS والبنك الإسلامي الماليزي تحتفظ بحساب مقاصة المقاصة، على شكل ودیعة، وبعد إجراء المقاصة في نهاية اليوم يقوم البنك المركزي باستثمار الأرصدة الفائضة للبنوك اللاربوية أوتوماتيكياً مع البنوك صاحبة العجز على أساس المضاربة، وإذا كان لا يزال هناك عجز بعد دعم الرصيد هذا فسوف يموله البنك المركزي على أساس المضاربة.
- وبالنسبة لنظام تبادل السيولة بين البنوك على أساس المضاربة فإن التمويل تتراوح مدته بين ليلة واحدة واثني عشر شهراً، وبحد أدنى لمبلغ استثمار يقدر ب 50 000 رنجت ماليزي ( 20000 دولار أمريكي)، ويتم التفاوض بين البنوك صاحبة الفائض والبنوك صاحبة العجز على نسبة المشاركة في الربح وعلى المبلغ والفترة.
- يتم تداول اثني عشر نوعاً مختلفاً من الأوراق المالية في هذه السوق ما بين البنوك لرؤوس الأموال القصيرة الأجل،<sup>2</sup> تتمثل أهم هذه الأنواع في: الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف (MII)، الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII)، صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول (BNMN-i)، اتفاقيات البيع وإعادة الشراء (SBBA)، سندات كاجاماس للمضاربة (SMC)، حين الإصدار، الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB)، السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول (INI)، سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS).

<sup>1</sup> Sudin Haron, Towards Developing A Successful Islamic System: A Lesson from Malaysian, Working Paper Series 003, Creating Dynamic Leaders, 2004, p15

<sup>2</sup> Werner Ende, Udo Steinbach, Islamic in the world today : a handbook of politics, religion, culture, and society, Cornell University Press, 2010, p 187

وقد بلغت قيمة إصدارات كل من صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول والإصدارات الاستثمارية الحكومية في العام 2006، 32.5 بليون رنجت ماليزي و8.6 بليون رنجت ماليزي على التوالي أي ما يعادل 8.6 و 0.8 بليون دولار أمريكي على التوالي.<sup>1</sup>

## II- سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعتبر من أهم الروافد لتوفير احتياجات الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية.

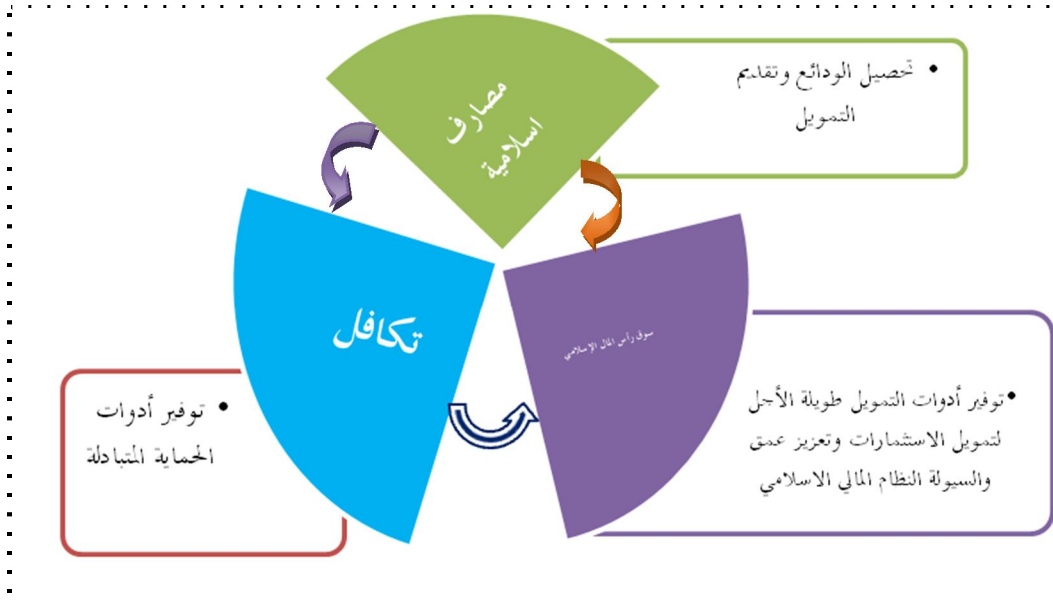
### 1. تعريف ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تطوره وأهم مميزاته:

بغية خلق نظام مالي شامل للمالية الإسلامية يتمتع بالكفاءة والديناميكية والاستدامة، كان لابد من إيجاد المكونات الأساسية لهيكل النظام المالي الإسلامي، والذي يضم: صناعة المصرفية الإسلامية، صناعة التكافل وسوقي النقد والأوراق المالية الإسلاميين، هذه المكونات مجتمعة تخلق بيئة مواتية للنظام المالي الإسلامي لأداء دوره بفعالية، باعتباره قناة فعالة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها لتمويل النشاط الاقتصادي الإنتاجي، وغياب أي عنصر يقلل من فعالية وكفاءة النظام المالي الإسلامي وبالتالي التأثير على سلامة واستدامة النظام. خلق وتطوير سوق رأس المال الإسلامي أمر بالغ الأهمية لتحقيق ستدامة التمويل الإسلامي، هذا الأخير الذي يتمثل هدفه الطويل الأجل في تعبئة وتخصيص الموارد المالية بطريقة فعالة وكفؤة. ويمكن تحقيق هذا الهدف على المدى الطويل من خلال التنمية الحقيقية لقطاع التمويل. في بعد آخر، السوق المالي الإسلامي هو السبيل لإدارة السيولة في النظام المالي الإسلامي من خلال عمليات سوق النقد ما بين المصارف الإسلامي- إدارة السيولة هي الجانب المحوري لسوق رأس المال الإسلامي في المدى القصير- ذلك أنها واحدة من المسلمات لأجل ضمان بقاء المؤسسات المالية الإسلامية على المدى الطويل في ساحة السوق المالية.<sup>2</sup> يمكن توضيح العلاقة بين مختلف العناصر، وأهميتها في خلق بيئة مواتية للنظام المالي الإسلامي في الشكل التالي:

<sup>1</sup> Islamic Finance Asia 2007 Singapore, Understanding Liquidity Issues in Islamic Finance, p2

<sup>2</sup> Jhordy Kashoogje Nazar, **Regulatory and Financial Implications of Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market**, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, p1,

الشكل (3-2): أهمية تكامل مختلف عناصر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا:



Source: Md Nurdin Ngadimon, **Overview of the Islamic Capital Market and Recent Development**, special Session on Islamic Finance, Bank of Mauritius, 21 May 2009, p12

أ- مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر، إذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات، الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية.<sup>1</sup>

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، الخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما من شأنه تعزيز ونشر الثقة بين السوق والمستثمرين.

ب- نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

تعود بداية تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى العام 1990 عندما قامت شركة Shell MDS Sdn Bhd بإصدار ولأول مرة سندات إسلامية.<sup>2</sup> وقدّر حجم الإصدار وقتذاك بـ 125 مليون RM. إلا أن البداية الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا كانت مع بداية الألفية الثالثة،

<sup>1</sup> سمور طه خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص99

<sup>2</sup> Mohamad Akram Laldin, **Shariah Approved Securities Screening Process in Malaysian**, 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, p4



وترجع الأسباب الرئيسية لدعم نشوءها إلى: الأزمة المالية الآسيوية 1997، ومشكلة السيولة التي نشأت بسبب توافر الأموال الفائضة في صناعة التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية، وقد عملت الحكومة الماليزية في أعقاب الأزمة المالية سنة 1997 إلى التركيز على تطوير سوق رأس المال الإسلامي، وخاصة المنتجات المبتكرة، ومرافق البنية التحتية، تقديم السياسات التحفيزية، وتنمية رأس المال البشري ومختلف الأنظمة في الأسواق المالية

يمكن تلخيص أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الجدول التالي:

**جدول (3-1): أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**

السنة	المعالم
1990	إصدار ولأول مرة سندات خاصة إسلامية من طرف Shell MDS Sdn Bhd
1993	تأسيس أول صندوق أسهم استثماري إسلامي (Arab-Malaysian Tabung Ittikal) من طرف Arab-Malaysian Unit Trust Bhd
1994	تأسيس أول شركة مسمرة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف BIMB Securities Sdn Bhd
1995	هيئة الأوراق المالية المالية تؤسس وحدة سوق رأس المال الإسلامي
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)
1997	اصدرت Khazanah Nasional Bhd سندات Khazanah Murabahah بكونون يساوي الصفر، السندات قائمة على أساس المراجعة وبيع الدين. قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الاستشاري الشرعي وذلك بوضع قائمة رئيسية لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة، القائمة يتم تحديثها مرتين في السنة في كل من شهري أبريل وأكتوبر
1999	بورصة ماليزيا أطلقت ثاني مؤشر أسهم إسلامي (مؤشر كوالامبور الإسلامي)، المؤشر يضم كافة أسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا.
2000	فرضت SC على مصدري السندات الإسلامية شرط إشراك المستشارين المستقلين الشرعيين، على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية بشأن طرح سندات الدين الخاصة. أطلق الصندوق الاستثماري (RHB Management Bhd) أول صندوق سندات استثماري إسلامي أطلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية قسم مخصص لسوق المال الإسلامي على موقعها الإلكتروني
2001	تم إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال (Masterplan1). واحدة من المبادرات الاستراتيجية لتأسيس ماليزيا بوصفها مركز سوق رأس مال دولي إسلامي
2002	قامت Kumpulan Guthrie Bhd بطرح صكوك إجارة قدرت ب150 مليون دولار أمريكي، أول إصدار سندات لشركات عالمية، أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لابوان الخارجية أصدرت الحكومة الماليزية، ولأول مرة، سندات سيادية قدرت ب600 مليون دولار أمريكي.



	سمحت الحكومة الماليزية، في ميزانيتها لعام 2003، بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، استناداً إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في الإجارة، المضاربة ومشاركة
2003	سمحت الحكومة الماليزية، في ميزانيتها الاتحادية عام 2004، خصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تكبدها في إصدار السندات الإسلامية، على أساس مبدأ الشريعة الإسلامية في الاستصناع
2005	أصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت بـ760 مليون رنجت ماليزي. إصدار أول صندوق استثماري إسلامي عقاري
2008	وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديدة، لتسهيل انشاء صناديق استثمار اسلامية من جهات أجنبية
2010	إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال (Masterplan2) لفترة ممتدة من 2010 إلى غاية 2020، بعد أن تم تحقيق 95% من الأهداف المسطرة في (Masterplan1)
2011	في 21 فيفري، تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (إيه أي بي أي أم) السيادي الشرعي، بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ و رابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر المؤشر معياراً مرجعياً لاستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياساً أيضاً لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجيت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

#### المصدر: من إعداد الطالبة

#### ت- إستراتيجية ماليزيا لتطوير سوق رأس مال إسلامي:

تعتبر التجربة الماليزية في إنشاء سوق رأس المال الإسلامي رائدة من نوعها على المستوى العالمي، فقد اعتمدت ماليزيا برنامجاً استراتيجياً شاملاً 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 متخصصة (Islamic capital market unit) سنة 1994م للتركيز على تطوير منتجات سوق رأس المال الإسلامي،<sup>1</sup> أنيط بها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في ذلك المجال،<sup>2</sup> تتألف الوحدة من باحثين لهم الخبرة في الممارسات التقليدية لسوق رأس المال فضلاً عن أولئك الذين تعلموا مبادئ الفقه الإسلامي، ومن

<sup>1</sup> Aktarzaite Abdul Azziz, Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience, p5, 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

<sup>2</sup> عاظم وليد أندروس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص209

أجل تعميق البحث في الأدوات المالية الإسلامية تم إنشاء مجموعة خاصة بدراسة الأدوات المالية الإسلامية، تم ترقيةها في سنة 1996م من طرف هيئة الأوراق المالية لتصبح عبارة عن المجلس الاستشاري الشرعي. بغية تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتعزيز مركزها المالي الإسلامي دولياً، تبنت الحكومة الماليزية اتجاهاً استراتيجياً شاملاً، من خلال إطلاقها لبرنامج (Mesterplan1) سنة 2001م، البرنامج وإن كان قصير الأجل إلا أنه يتخذ منظورا طويلا للأجل لتوفير احتياجات ومتطلبات المستقبل التمويلية.<sup>1</sup> ولأن البرنامج احتوى سوق رأس المال الإسلامي كعنصر رئيسي في تطوير سوق رأس المال الماليزي، فقد عملت الحكومة الماليزية على:<sup>2</sup>

- تيسير التوسع في المنتجات والخدمات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي
- تعبئة أكثر فعالية للأموال الإسلامية
- تكييف الإطار الضريبي والمحاسبي والتنظيمي لتعزيز سوق رأس المال الإسلامي.
- تعزيز الاعتراف الدولي لسوق رأس المال الإسلامي.

#### ث. أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

تتجلى أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في النقاط التالية:

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين.
- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق.
- تعمل سوق رأس المال الإسلامية على توفير الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية وتداولها وذلك من خلال عمليتي الإشراف والرقابة الشرعية اللتان تقوم بهما هيئة الأوراق المالية الماليزية على كافة المعاملات التي تكون بهذه السوق.
- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد المحلي من خلال تعبئة الفوائض المالية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة والتي تخدم الاقتصاد
- وجود سوق رأس المال الإسلامي لا يسمح فقط بتوزيع أكثر كفاءة للموارد المالية داخل الاقتصاد، بل الأهم من ذلك، يضمن زيادة تنويع المخاطر المالية الإسلامية داخل النظام، وهذا ما يعزز من مرونة ومتانة

<sup>1</sup> Zeti Akhtar Aziz, **Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000-2006**, Bank Negara Malaysia, Malaysian, 2006, p168

<sup>2</sup> Dato' Zarinah Anwar, **A Strong and Vibrant Financial Sector for Sustainable Growth –the role of Capital Markets–, The Investors Conference 2005**-in conjunction with the 30th Annual Meeting Islamic Development Bank 22nd June 2005, p18

النظام المالي الإسلامي على تحمل الصدمات المالية ويساهم في تحقيق الاستقرار الشامل داخل النظام المالي الإسلامي.<sup>1</sup>

### ج- الفرق بين سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

يختلف سوق رأس المال الإسلامي عن سوق رأس المال التقليدي في نقاط كثيرة أهمها:<sup>2</sup>

#### - الإشراف و الرقابة الشرعية:

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذه السوق والسوق التقليدية في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة أنشطة هذه السوق لأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة باعتبارها الجهة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.

وقد أكدت "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على الدور الأساسي للمستشار الشرعي في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها.

#### - العمليات و الخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي:

وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أحياناً أو عطاء) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية مثلاً وشركات الخمور... الخ، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

#### - اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام وعقود المعاملات المالية الإسلامية مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة وعقود المستقبلات. ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها.

<sup>1</sup> Zeti Akhtar Aziz, *Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000-2006*, Op-Cit, p167

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105

– الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق، ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية<sup>1</sup> والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها. أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية. كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق.

المطب الثاني: أدوات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

تعرض سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عدداً من الأدوات المالية والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

أولاً: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

يتم تطوير المنتجات والخدمات المالية الإسلامية باستخدام نهجين مختلفين، النهج الأول يتم من خلاله تحديث وتعديل المنتجات التقليدية والخدمات القائمة بحيث تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما النهج الثاني فهو يعمل على تقديم المنتجات الجديدة والخدمات المبتكرة التي تنطوي على تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية، في التجربة الماليزية يجري استخدام كلا النهجين لتطوير المنتجات الإسلامية وهيكل سوق رأس المال بغية تلبية احتياجات السوق.<sup>1</sup>

والشكل التالي يوضح مختلف المنتجات المالية التي يتم تقديمها حالياً في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

<sup>1</sup> Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **the evolution of the Islamic capital market in Malaysian**, Op-Cit, p17

الشكل (3-3): أدوات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي



Source: Abdullah Aron, **Globalization in Islamic Capital Market Instruments: The Role of Islamic Financial Services Board**, Islamic Financial Services Board, 2010, p6

يمكن تقسيم أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى خمسة أقسام رئيسية كما هو مبين في الشكل أعلاه، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأدوات وأكثرها تداولاً في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

**I. أدوات الملكية الإسلامية "Islamic Equity instrument"**

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، و صناديق الإستثمار الإسلامية "Islamic Unit Trust Funds"، وأما مؤشر الشريعة "Shariah Index" فهو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. يمكن تلخيص أهم تلك الأدوات على النحو التالي:

## 1. الأسهم العادية:

في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية. وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً. فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

وفي سنة 1997 قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية لأول مرة بوضع قائمة لأسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا.<sup>1</sup>

## 2. صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية. وعليه نجد أن طبيعة وعمليات كل نوع من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية متشابهة لنظيراتها التقليدية، إلا أن الصناديق الإسلامية مطالبة بالتقيد وبدقة بالمبادئ التوجيهية مع أحكام الشريعة الإسلامية ذات الصلة.

هناك عدة أنواع من صناديق الاستثمار، إلا أن أهم هذه الأنواع يتمثل في: صناديق الأسهم، صناديق الإجارة (التأجير)، صناديق السلع الأساسية، صناديق المراجحة وصناديق بيع الدين، هذه الأخيرة يتم تداولها فقط في ماليزيا التي أجاز علماءها بيع أدوات الدين، بينما الغالبية العظمى من العلماء في بلدان إسلامية أخرى قد قضت بغير ذلك.<sup>2</sup>

هناك فروق بارزة بين صناديق الاستثمار والمحفظة الاستثمارية، أهم هذه الفروق يمكن إبرازها في التالي:<sup>3</sup>

- من حيث الإدارة: يتولى إدارة صندوق الاستثمار مدير متخصص محترف مستقل في الغالب عن الجهة المالكة للصندوق بينما يتولى العميل ذاته إدارة محفظته الاستثمارية بمعرفة الشركة، وقد يفوضها المستثمر شراء الأوراق المالية أو بيعها
- من حيث القدرة المالية للمستثمرين: إن صناديق الاستثمار غالباً ما تستقطب مدخرات صغار المستثمرين كي تقوم بإدارتها بما يحقق عائداً مناسباً لهؤلاء المستثمرين بينما تتعلق المحفظة الاستثمارية بكبار المستثمرين الذين يستطيعون أن يكونوا محافظ استثمارية خاصة بكل مستثمر على حدة.

<sup>1</sup> Werner Ende, Udo Steinbach, **Islamic in the world today : a handbook of politics, religion, culture, and society**, Cornell University Press, 2010, p 187

<sup>2</sup> MOHD Rahimie Bin Abd- Karim, **Analysing The Characteristics and Performance Of Islamic Funds: A Critical Review of The MALAYSIAN Case**, Op-Cit, p72

<sup>3</sup> عبد المجيد الصلاحي، صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها وخصائصها وأحكامها، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007، ص 5-6

أول صندوق استثماري إسلامي تم تأسيسه كان سنة 1993، وفي سنة 2008 بلغ عدد صناديق الاستثمار الإسلامية حوالي 55 صندوق استثماري.<sup>1</sup> وتجدر الإشارة إلى أن أكثر من 30 % من صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم هي مدرجة في بورصة ماليزيا.<sup>2</sup>

3. صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية: I-REITS هي مماثلة لصناديق الاستثمار العقاري التقليدية، وتنظم عادة على أنها صناديق ملكية إلا أنها يجب أن تحمل الاستثمارات التي تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية. هذا الشرط يعني أن يتم استخدام التأجير التمويلي (الإجارة) بدلاً من الشراء المباشر للممتلكات. تعرف لجنة الأوراق المالية الماليزية صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية على أنها "وسيلة الاستثمار التي تعتمد استثمار ما لا يقل عن 50% من رصيد أصولها في العقارات، سواء من خلال الملكية المباشرة أو من خلال شركة ذات الغرض الخاص التي تضم الأصول الأساسية الحقيقية".

بشكل عام صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية، هي نظام الاستثمار الجماعي في القطاع العقاري،<sup>3</sup> تم إصدار المبادئ التوجيهية الخاصة بها عن طريق هيئة الأوراق المالية. يعتبر صندوق الاستثمار العقاري "AI-Aqar KPJ" أول صندوق استثمار عقاري إسلامي أدرج في القائمة الرئيسية للبورصة الماليزية، وأكبر الصناديق العقارية الإسلامية على المستوى العالمي بقيمة سوقية تقدر ب 481 مليون RM.<sup>4</sup>

#### 4. المؤشرات المتوافقة مع الشريعة: "Shariah Index"

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، ظهرت المؤشرات الإسلامية بعد الانتشار الواسع لصناديق الاستثمار الإسلامية وزيادة رغبة المستثمرين المسلمين بمتابعة الشركات العاملة في مجالات تتماشى و ضوابط النظام المالي الإسلامي.<sup>5</sup> والمؤشر هو مقياس لتسهيل معرفة أداء سوق الأوراق المالية بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال، عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات المكونة له قد ارتفعت ب 5 نقاط. والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً، ويوجد نوعين من المؤشرات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية في البورصة الماليزية، هما:

<sup>1</sup> محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، 25 أكتوبر 2008، مركز الملك فهد للمؤتمرات الفندق القاري بالرياض، ص29

<sup>2</sup> Datuk Mohamed Azahari Kamil, **The development of Syariah-compliant Structured Investment Fund – The Malaysian experience**, AmanahRaya Investment Bank Limited Labuan,p2

<sup>3</sup> Aznan Hasan, **ISLAMIC REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS, AAOIFI – World Bank Annual Conference on Islamic Banking and Finance**, 23 & 24 October 2011, Kingdom of Bahrain, p4

<sup>4</sup> Salman Syed Ali, **Islamic Capital Markets Products, Regulation and Development**, Islamic Research & Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 2008, p266

<sup>5</sup> فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط2، الرياض، 2006، الناشر: فهد عبد الله الحويمان، ص360



– المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index – KLSI"

– المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة – داو جونز Rashid Hussain Berhad "Islamic Malaysia Index"

أطلق المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17 أبريل 1999م بغرض تسهيل الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، هو مؤشر المتوسط المرجح<sup>1</sup> وجاء في البداية مكون من 176 شركة، من الشركات المدرجة في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا، والتي وافق عليها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا.<sup>2</sup>

وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

أما المؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة، فقد طرح رسمياً في 10 ماي 1996م،<sup>3</sup> مع أن العمل به بدأ عام 1992م، من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، وهو يسمى ب"المؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة" ومنذ شهر جانفي 1998م، أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الشرعية لرشيد حسين المحدودة بذاتها. المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية. ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة – داو جونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة لها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

وفي سنة 1999 أنشأت شركة داو جونز مؤشر السوق داو جونز الإسلامي (DJIM)، الذي يقيس أداء 600 شركة (من داخل وخارج العالم الإسلامي)، المؤشر يوفر المقياس الذي يمكن للمستثمرين من خلاله قياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Mehdi Sadeghi, **Financial Performance of Shariah-Compliant Investment: Evidence from Malaysian Stock Market**, International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 20 (2008),p15

<sup>2</sup> Rosylin Mohd. Yusof, M. Shabri Abd. Majid, **Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market**, J.KAU: Islamic Econ, Vol. 20, No. 2, (2007 A.D./1428 A.H.), p 21

<sup>3</sup> Khaled Hussein, Islamic Indexes, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, P.O. Box 9201, Jeddah 21432, Saudi Arabia, p5

<sup>4</sup> Ibrahim Warde, **Islamic Finance in the Global Economy**, Edinburgh University Press 22 George Square, Edinburgh, the British Library, 2000, p142



## II. الصكوك الإسلامية:

تصدر الصكوك الإسلامية في ماليزيا وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد يتم إصدار الصكوك الإسلامية من شركات خاصة تحت رقابة هذه اللجنة، أو تصدر من طرف الحكومة وتكون خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي. ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:

### 1. الصكوك الحكومية الإسلامية:

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي، وتم إصدارها في أوائل عام 1983م. وتعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. في أول الأمر كانت شهادات القرض الحسن عبارة عن شهادات قصيرة الأجل تصدرها الحكومة الماليزية بموجب مرسوم برلماني، من أجل الحصول على قروض بدون فوائد من البنوك، المؤسسات والأفراد.<sup>1</sup> والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، كل شهادة تحمل القيمة الاسمية بمضاعفات RM 10000 وتصدر بالقيمة الاسمية. كما أنها قابلة للاسترداد عند الاستحقاق أو عند الطلب في بنك نيجارا ماليزيا على قدم المساواة.<sup>2</sup>

الميزة الأساسية من اعتماد الحكومة الماليزية على هذه الأداة في تمويل عملية التنمية، هي تمكين الحكومة من المضي قدماً في مشاريعها دون أي حاجة لزيادة المعروض من النقود (التمويل التضخمي)، أو فرض المزيد من الضرائب كما هو الحال في النظم التقليدية، ولذلك فإن هذه الشهادات لها تأثير توسعي دون توليد الاتجاهات التضخمية.<sup>3</sup>

مؤخراً قام البنك المركزي الماليزي بطرح إصدارات استثمارية حكومية جديدة مستندة إلى الربح وفقاً لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ستساهم في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي.

<sup>1</sup> Abdu Rahmen Yousri Ahmed, **Islamic Securities in Muslim Countries' Stock Markets and an Assessment Of The Need For an Islamic Secondary Market**, p6

<sup>2</sup> Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, **The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges**, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 3 No.1, p14

<sup>3</sup> Abdu Rahmen Yousri Ahmed, **Islamic Securities in Muslim Countries' Stock Markets and an Assessment Of The Need For an Islamic Secondary Market**, p6

## 2. الصكوك الإسلامية للشركات:

تعتبر الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي تصدرها الشركات الخاصة. طرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق. وحالياً تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمراجعة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة.

### III. خدمات الوساطة: "Intermediaries Services"

في ماليزيا تم إطلاق أول خدمة كاملة لتجارة الأسهم الإسلامية من طرف BIMB Securities Sdn Bhd (شركة تابعة لبنك إسلام ماليزيا الماليزية) في عام 1994. هناك أيضاً عدداً من شركات السمسرة بالأوراق المالية التقليدية في ماليزيا التي تقدم خدمات السمسرة في الأوراق المالية الإسلامية إلى جانب الخدمات التقليدية في تجارة الأسهم.<sup>1</sup>

تلعب فئة الوسطاء الماليين دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها كما تعتبر الرقابة الشرعية أيضاً إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق: السمسرة، إدارة الاستثمار.<sup>2</sup>

تجدر الإشارة إلى أن الوسيط المالي، في الاقتصاد الإسلامي، يجمع المدخرات ويوظفها من خلال عقود النيابة: الوكالة والمضاربة والشركة. أي أنه يعيى المدخرات نيابة، ويوظفها نيابة كذلك. وهو بذلك يوجه المدخرات من ذوي الفائض إلى ذوي العجز مباشرة، كما تصبح علاقته مع التجار علاقة تكامل، وليست علاقة تنافس. ولأن عقود النيابة عقود أمانة، فهو لا يتحمل من المخاطر إلا قدر ما يتصل بعمله، وهو إدارة أموال ذوي الفائض وتوجيهها إلى ذوي العجز.<sup>3</sup>

إضافة إلى ما سبق، فقد طرحت مجموعة كبيرة من الأدوات المالية الأخرى للتعامل بها في البورصة الماليزية لأغراض إدارة المخاطر. وتشمل هذه الأنواع المختلفة من المشتقات: العقود الآجلة والخيارات، مقايضة العملات الأجنبية، ومبادلات معدل الربح الإسلامية، وصناديق التحوط الإسلامية، ومع ذلك تبقى تشوب

<sup>1</sup> Islamic Capital Market, Fact Finding Report, Report of The Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions, July 2004, p40

<sup>2</sup> سمور خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره،

ص111

<sup>3</sup> سامي إبراهيم السويلم، الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد العاشر، ص13

معظم هذه العقود الكثير من الشبهات حول إذا ما كانت مماثلة لضوابط التمويل الإسلامي أم لا، وبحلول عام 2009 قد أذن لاثنتين فقط من منتجات المشتقات للتداول في البورصة هي: عقود زيت النخيل الخام الآجلة والعقود المستقبلية في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثالث: النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تعمل ماليزيا على تبني النموذجين، التقليدي والإسلامي، في نظامها المالي، وكذلك هو الحال بالنسبة لعملية إصدار الأوراق المالية، بناء على هذا، أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات تنظيمية مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية تقليدية، وكذلك إرشادات أخرى إضافية خاصة بالأوراق المالية الإسلامية. هذا وأن النظامين أعلاه يشتركان في بعض المزايا ويختلفان في البعض الآخر، كما جاء في ملحق التعليمات والإرشادات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية. الهدف الرئيسي من هذه الإرشادات هو توضيح جميع المعلومات للمستثمرين لأن هيئة الأوراق المالية بماليزيا تتبنى مبدأ الإظهار العام ( Disclosure Based Regime ) في جميع تقديمات الأوراق المالية الإسلامية. ومن جهة أخرى، الأوراق المالية الإسلامية يتم تداولها في السوق الثانوي للسيولة، والذي يشرف عليها البنك المركزي الماليزي، وعليه نجد أن هناك جهة تشرف على إصدار الأوراق المالية الإسلامية وهناك جهة أخرى تشرف على تسجيل الأوراق المالية الإسلامية وتداولها في السوق الثانوي.<sup>1</sup>

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الوحيدة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، أما البنك المركزي الماليزي فهو الجهة المنظمة للقطاع المصرفي (الرأسمالي والإسلامي) وقطاع التأمين والتكافل، ولا فرق في المتطلبات والإجراءات العامة الخاصة بإصدار الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، غير أن هناك بعض المتطلبات الإضافية التي أقرتها هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية.

في عام 1994، أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية ما يسمى بقسم سوق المال الإسلامي (ICMD) التابع لها كجهة مساعدة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن بين صلاحيات هذا القسم إجراء البحوث الكفيلة بتطوير منتجات سوق رأس المال الإسلامي (أسهم، سندات، مشتقات، ... الخ) بحيث تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية. يتكون القسم من أعضاء يُشترط فيهم توفر المعرفة الكافية في أصول المعاملات المالية الإسلامية، تعرض بحوث القسم فيما بعد على المجلس الاستشاري الشرعي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، ص 1-2

<sup>2</sup> Securities Commission, Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Second Edition, 2006, p3

- أنشأ المجلس الاستشاري الشرعي في 16 ماي 1996، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، كجهة مساعدة لقسم سوق المال الإسلامي في عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن بين وظائفها ما يلي:
- ضمان تشغيل سوق رأس المال الإسلامي وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.
  - تقديم التوجيهات والمشورة لهيئة الأوراق المالية بشأن تطوير سوق رأس المال الإسلامي خاصة ما تتعلق بالقضايا الشرعية.
  - تعتبر بمثابة مركز مرجعي شرعي في حل القضايا المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- يعمل المجلس الاستشاري الشرعي على مراقبة وباستمرار جميع أنشطة الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا لتحديد وضعيتها من منظور الشريعة الإسلامية،\* وتحديث المنتجات الاستثمارية المسموح بها في ضوء الطبيعة الديناميكية للأسواق المالية في سياق سوق الأسهم الإسلامية.<sup>1</sup> يمكن للشركات أن تُطلب أيضا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لفحص وتحديد ما إذا كانت إصداراتها من الأوراق المالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أم لا قبل الاكتتاب العام.<sup>2</sup>
- بالإضافة إلى ذلك، جميع التقديمات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن يقر بها مستشار شرعي مستقل كما ورد في قانون إرشادات عروض الأوراق المالية الإسلامية تحت بند (6.0)
- إن المتبع للتطور التاريخي لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يلاحظ أن الصفقة الأولى في سوق رأس المال الإسلامي في أوائل عام 1990م، أبرمت على أساس القواعد والأنظمة التي لم تكن مصممة خصيصا لأوراق المالية الإسلامية، وكان يحكم عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية "المبادئ التوجيهية" الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بشأن طرح سندات الدين الخاصة"، تنظم هذه المبادئ التوجيهية لإصدار الأوراق المالية على حد سواء التقليدية والأوراق المالية الإسلامية الجزء الأكبر من المبادئ التوجيهية تنطبق على كلا النوعين من الأوراق المالية،<sup>3</sup> غير أن هناك مبادئ توجيهية إضافية تطبق على وجه التحديد على عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية، تتعلق هذه المبادئ الإضافية بضرورة تعيين مستشار شرعي لفحص الأوراق المالية الإسلامية المراد إصدارها. فيما يلي شكل توضيحي لدور هيئة الأوراق المالية في عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

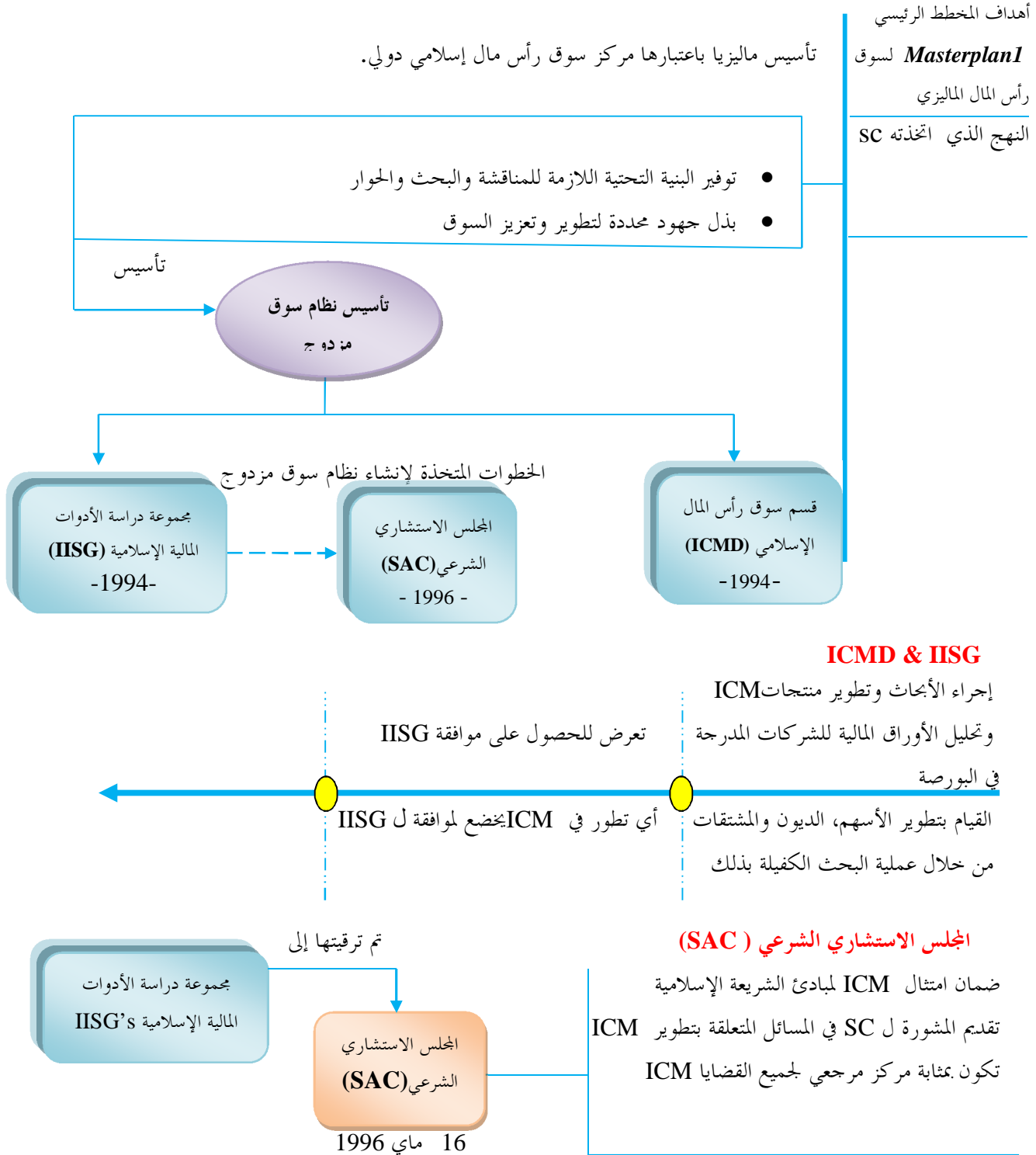
\* يقوم المجلس الاستشاري الشرعي بعملية تحديث قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مرتين في السنة ( مرة في أبريل ومرة أخرى في أكتوبر)

<sup>1</sup> Salina H.Kassim, **Global Financial Crisis and Integration of Islamic stock markets in Developed and Developing Countries**, Institution of Developing Economies. Japan External Trade Organization, V.R.F. series, No. 461, December 2010, p7

<sup>2</sup> BURSA MALAYSIA, Islamic markets, p10

<sup>3</sup> Simo Archer, Rifaat Ahmed Abdel Karim, **Islamic finance : The Regulatory Challenge**, John Wiley and Sons, 2011, p284

الشكل (3-4): سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ودور هيئة الأوراق المالية في تطويره



Source: Wan Rizaidy Wan M Saufi, **Regulating the Islamic Capital Market, Bursa Malaysian, 2010, PP 18-19**

### المبحث الثالث: تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

على مدى العقود الثلاثة الماضية، كانت ماليزيا في طليعة المبادرات العالمية والجهود الرامية إلى إقامة سوق مالية إسلامية تغطي احتياجات التنمية من موارد مالية وتلبي احتياجات المستثمرين بغض النظر عن عقائدهم ودياناتهم، وقد تمحض عن تلك الجهود نمو هائل في التمويل الإسلامي من مختلف جوانبه خاصة ما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي.

ولأن ضمان كفاءة وفعالية سوق رأس المال الإسلامي يتطلب إنشاء مجموعة واسعة من الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة، وتعزيز البنية التحتية لتداول نشط وذلك لتعزيز اتساع وعمق السوق، إضافة إلى عوامل أخرى عديدة فقد سعت الحكومة الماليزية إلى توفير العوامل الكفيلة لنجاح السوق الرأس المال الإسلامي بها.

### المطلب الأول: تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

قدر إجمالي السوق المالية الإسلامية (بما في ذلك السوق النقدي الإسلامي ما بين البنوك، نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية، صناديق استثمار إسلامية، صكوك إسلامية،...)، والتي تضم الأسواق الأربعة الفرعية على النحو التالي، أمريكا الشمالية (حوالي 40 مليار دولار)، وأوروبا (حوالي 60 مليار دولار أمريكي)، والشرق الأوسط، بما في ذلك باكستان والسودان وتركيا (حوالي 590 مليار دولار أمريكي) وجنوب شرق آسيا (260 مليار دولار). المبلغ الإجمالي، بحوالي 950 مليار دولار في نهاية سنة 2009، مع توقعات بوصول المبلغ الإجمالي للسوق المالية الإسلامية إلى تريليون دولار بحلول نهاية عام 2010.<sup>1</sup>

تعتبر ماليزيا واحدة من الاقتصادات الأكثر ديناميكية وحيوية ليس في منطقة جنوب شرق آسيا فحسب بل في العالم ككل في مجال الأسواق المالية الإسلامية، بحيث نمت صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا بشكل سريع في السنوات العشرة الماضية، وهو ما يمثل 22% من إجمالي الموجودات المالية خلال سنة 2010، بالمقارنة مع 6.9% في عام 2000، ساهم سوق رأس المال الإسلامي إلى حد كبير في نمو صناعة التمويل الإسلامي العام في ماليزيا، حيث بلغ حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 1.05 تريليون RM في نهاية عام 2010، أي ما يشكل 52% من حجم سوق رأس المال الماليزية عموما، مقارنة فقط ب 294 مليار RM في نهاية عام 2000. وقد سجلت ذلك بمتوسط معدل نمو سنوي قدره 13.6% على مدى السنوات العشرة الماضية، كما ارتفعت قيمة الصكوك غير المسددة (Outstanding Sukuk) إلى 294 مليار RM في عام 2010 مقارنة ب 40 مليار RM سنة 2000. بالإضافة إلى ذلك، نمت قيمة صافي الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من الصناديق الاستثمارية في ماليزيا إلى 24 مليار RM نهاية 2010 مقارنة ب 1.7 مليار RM دولار فقط سنة 2000م

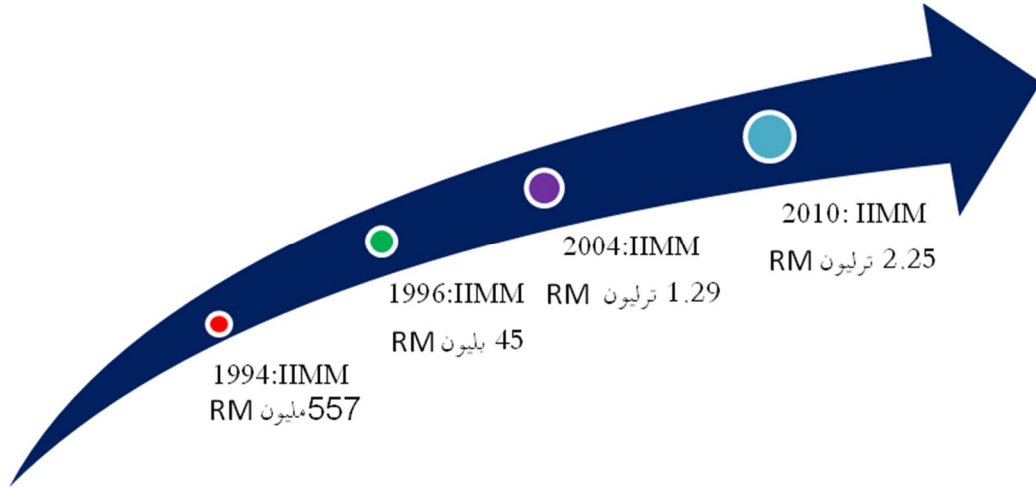
<sup>1</sup> Lila guermas-sayegh, la religion dans les affaires: la finance islamique fondapol- la fondation pour l'innovation politique -,France, mai 2011,pp 18-19

قبل التطرق إلى تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سيتم وفي عجلة عرض تطور سوق النقد الإسلامي باعتباره قناة هامة لتوفير النقد السائل للمؤسسات المالية الإسلامية.

### I- تطور السوق النقدي الإسلامي الماليزي:

عرفت سوق النقد ما بين المصارف الإسلامية تطورا كبيرا منذ إنشائها العام 1994، ويمكن ملاحظة ذلك في الشكل التالي:

الشكل (3-5): تطور سوق النقد الإسلامي ما بين المصارف في ماليزيا (IIMM) خلال الفترة 1994-2010



The source: Zaimah Zakarian, **The Development and Challenges of Islamic Money Market: Malaysia's Experience**, Head, Global Market RHB Banking Group, p 16

يتضح من الشكل البياني أعلاه النمو السريع في سوق النقد ما بين المصارف الإسلامي في ماليزيا فبعد أن كان حجم التداول به يقدر بأقل من المليار أصبح يقدر بالبلابيين الرنجيت وبعد سنوات قليلة من إنشائه، وذلك نتيجة زيادة المتعاملين فيه، فبعد أن كان هناك مصرف إسلامي وحيد في الساحة المصرفية الإسلامية، أصبح عدد المصارف الإسلامية يتجاوز العشرين مصرفا إسلاميا، من بينها خمسة مصارف أجنبية، إضافة إلى شبائيك مفتوحة بنوك تقليدية لتقديم خدمات المصرفية الإسلامية. كما كان لعملية تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية الدور البارز في عملية تطوير سوق ما بين المصارف الإسلامية، إضافة إلى الأدوات المالية المتداولة في السوق والتي كانت محصورة في عقود: الوديعة، القرض الحسن، المراجعة والمضاربة تم خلق عقود مراجعة السلع وعقود الوكالة وذلك في سنتي 2007 و2010 على التوالي.

### II- تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

عرفت سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطورا ملحوظا منذ عام 1990، حيث تضاعفت القيمة الإجمالية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة من عام 1990 حتى سبتمبر 2008 بسبعة أضعاف، فقد قفزت قيمة السوق من 62 مليار إلى 438 مليار دولار أمريكي.



وسوق رأس المال الإسلامية هو الآخر عرف تطورا ملحوظا منذ عام 1997م، بحيث حافظ سوق الأسهم الإسلامية الماليزية على نموه بشكل صعودي على طول الفترة (1997-2010). مع استمرار الحكومة في التركيز على التوسع في الأسواق المالية الإسلامية، أصبحت بورصة ماليزيا أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة الإجمالية للأسهم الإسلامية المدرجة فيها على مر السنوات الماضية. ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (2-3): تطور سوق الأسهم الماليزي خلال 2000-2010

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
842	846	855	853	871	826	743	704	652	630	566	أسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية
115	126	125	138	153	195	220	-	-	-	-	الأسهم التقليدية
756.09	637.90	766.09	884.78	537.90	-	-	-	-	-	273.1	رسملة الأسهم الإسلامية (مليار RM)
1,275.0	999.45	644	1,106.2	849	695	722	-	-	-	452,11	الرسملة الإجمالية لسوق الأسهم (مليار RM)

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على إحصائيات (SC- BNM) لسنوات مختلفة

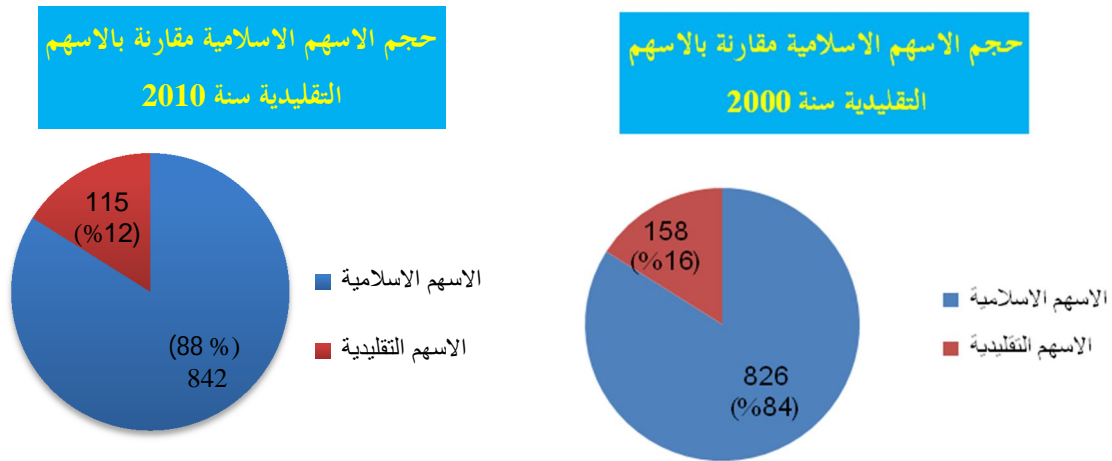
يلاحظ من الجدول المبين أعلاه النمو المطرد في سوق الملكية الإسلامية، فقد تميزت رسملة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بارتفاع مستمر منذ سنة 2000 إلى غاية سنة 2010 من 273.1 بليون رنجت ماليزي إلى 756.09 بليون رنجت ماليزي، وحافظت مع ذلك بقيت الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في البورصة الماليزية تستحوذ على حصة الأسد من سوق رأس المال الماليزي، سواء من حيث عدد الأسهم المدرجة أو من حيث رسملة السوق، بحيث حققت - الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - وعلى طول الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2010، نسبة أكثر من 85% من إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال وفي سنة 2010 وصلت نسبتها إلى 88% من إجمالي الأسهم،<sup>1</sup> كذلك هو الحال بالنسبة لقيمتها السوقية فقد حافظت تقريبا خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2010 على ما نسبته الثلثين من نسبة إجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم.

والشكل التالي يوضح حجم الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة للحجم الكلي لسوق الأسهم الماليزي.

<sup>1</sup> Securities commission, annual report 2010



الشكل (3-6): عدد الأسهم في سوق رأس المال الماليزي خلال فترة 2000 - 2010



المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى الجدول أعلاه.

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية:

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة النشأة نسبيا في ماليزيا مقارنة بنظيرتها التقليدية التي تعود بدايتها إلى سنة 1956م، حيث تم تأسيس أول صندوق استثماري إسلامي سنة 1993، وقد نمت بشكل ملحوظ منذ ذلك الحين من صندوقين استثماريين إسلاميين إلى 155 صندوق سنة 2010، حيث بلغ نموها في المتوسط تسع صناديق سنويا.<sup>1</sup>

يمكن توضيح تطور صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2000-2010 في الجدول التالي:

الجدول (3-3): تطور صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2000-2010

(بليون رنجيت ماليزي)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
155	150	149	126	100	79	65	27	44	32	صناديق الاستثمار الإسلامية
584	565	519	491	416	323	273	255	188	164	العدد الكلي للصناديق
24.04	22.08	17.19	16.86	9.17	8.487	6.76	4.75	3.21	2.42	القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية بليون RM
226.81	191.71	134.40	169.41	121.76	98.485	87.39	69.85	50.29	45.03	إجمالي القيمة الصافية لصناديق الاستثمار
10.59	11.51	12.79	9.95	7.53	8.61	7.73	6.80	6	5.1	نسبة قيمة صناديق الاستثمار الإسلامية من إجمالي القيمة
17.79	19.18	19.55	15.19	14.23	14.17	12.10	-	-	-	% NAV لصناديق الاستثمار من القيمة السوقية لبورصة ماليزيا

<sup>1</sup> Kabir Hassan, Michael Mahlknecht, **Islamic Capital Market: products and strategies**, John Wiley and Sons, 2011, p 384

1.88	2.19	2.50	1.51	1.71	-	0.93	-	-	-	NAV % لصناديق الاستثمار الإسلامية إلى القيمة السوقية لبورصة ماليزيا
------	------	------	------	------	---	------	---	---	---	---

المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية

من الجدول البياني أعلاه نلاحظ النمو المتسارع في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا، سواء من حيث عددها أو من حيث قيمة أصولها الصافية. حيث ارتفعت القيمة الصافية لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية إلى 24.04 بليون RM مقارنة ب 2.42 بليون RM سنة 2000. وهي تشكل ما نسبته 10% من إجمالي القيمة الصافية لصناديق الاستثمار في ماليزيا سنة 2010 مقارنة ب 5.1% سنة 2000 وهي نسب قليلة مقارنة بحجم صناديق الاستثمار التقليدية.

وقد تحقق هذا النمو على خلفية الانتعاش القوي في سوق الأسهم الماليزية إلى جانب تطوير سياسات التسويق وتنوع المنتجات المقدمة من قبل شركات إدارة الصناديق الاستثمارية. وقد استفادت هذه الصناعة أيضا إلى حد كبير من رفع القيود على الاستثمار الأجنبي التي تتيح للعديد من شركات إدارة صناديق الاستثمار بإطلاق استثماراتها في الخارج، والتي قد تصل إلى أكثر من 50%. والارتفاع الكبيرة في عدد صناديق الاستثمار الإسلامية والتي تمارس أنشطتها خارج الحدود الجغرافية لماليزيا لدليل واضح على الاهتمام الكبير من طرف شركات إدارة الصناديق الاستثمارية لتنويع استثماراتها دوليا. بحيث ارتفع عددها من 10 صناديق في 2005 إلى 38 في الربع الثالث من العام 2006.

كما يلاحظ من ذات الجدول صغر حجم صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بحجم البورصة الماليزية، بحيث شكلت القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية في أحسن حالاتها ما نسبته 2.5% من رسملة البورصة الماليزية وذلك سنة 2008.

يلاحظ من الجدول كذلك الارتفاع المستمر، وإن كان صغيرا، في القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية على طول الفترة، فهي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية للعام 2008 بالقدر الذي تأثرت به الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

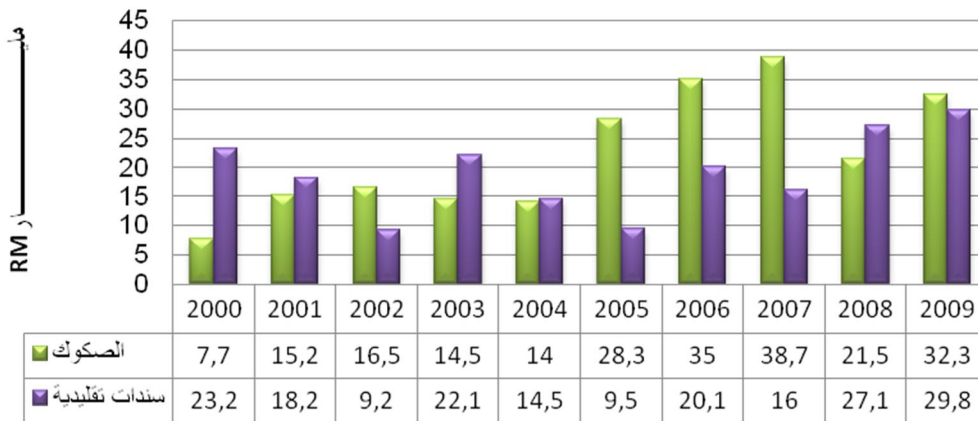
### ثالثا: الصكوك

برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية والتي استطاعت أن تجتهد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية. وتعتبر سوق الصكوك الجزء الأسرع نموا في التمويل الإسلامي، بل إنها واحدة من أسرع القطاعات نموا في السوق المالية العالمية. وقد لاقت اهتماما من مجتمع الأعمال في جميع أنحاء العالم، فقد ساعد

في تمويل المركز الإسلامي باعتباره صناعة قابلة للحياة وبوصفها فئة الأصول التي لا تقتصر على البلدان الإسلامية ولكن كجزء لا يتجزأ من السوق المالية الدولية.<sup>1</sup>

يشكل إصدار الصكوك نحو 10% من إجمالي صناعة التمويل الإسلامي، حيث يقدر إجمالي الصكوك المتراكمة 100 مليار دولار في نهاية العام 2009، مقارنة مع أقل من 500 مليون دولار في نهاية العام 2001. وقد عرف سوق الصكوك تباطؤاً كبيراً في عام 2008. وفيما يتعلق بالإصدارات الجديدة من الصكوك فقد بلغ مجموعها 33.3 مليار دولار في عام 2009 بعد أن بلغت 14.9 مليار دولار في عام 2008، ومع ذلك يبقى الرقم القياسي للإصدارات الجديدة من الصكوك قد سجل سنة 2007 بقيمة قدرت بـ 34.3 بليون دولار. تعتبر سوق الصكوك الماليزية من أكبر الأسواق نمواً على المستوى العالمي، فهي تشهد نمواً سريعاً منذ نشأتها في 1990م (انظر الملحق 3-2) وقد نمت إصدارات السندات الإسلامية بمتوسط نمو سنوي قدره 33.7% منذ عام 1995 إلى غاية عام 2001، وقد بلغ مجموع إصدارات السندات الإسلامية 8.1 مليار RM خلال نفس الفترة أي ما نسبته 19% من في سوق السندات الماليزي،<sup>2</sup> أما الفترة الممتدة من 2000-2010 فبلغ متوسط نموها السنوي 22%.<sup>3</sup> يمكن ملاحظة تطور حجم الصكوك الإسلامية غير المسدد مقارنة بنظيرتها التقليدية من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل (3-7): نمو السندات الإسلامية والتقليدية في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2000-2009



Source : Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **The Evolution of The Islamic Capital Market in Mlaysia**, p23

<sup>1</sup> Sukuk market is the fastest growing segment of international finance <http://www.global-islamic-finance.com/>

<sup>2</sup> Zeti Akhtar Aziz, **Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000-2006**, Op-Cit, p168

<sup>3</sup> Mohamad Zaid Mohd Zin, and all, **The Implementation of Sukuk in Islamic Finance**, 2011 International Conference on Sociality and Economics Development, IPEDR vol.10 (2011) IACSIT Press, Singapore, p3

يتضح من الشكل أعلاه الارتفاع المستمر للسندات داخل السوق المالي الماليزي، وهذا أمر بديهي نتيجة زيادة اهتمام الحكومة الماليزية بتطوير سوقها المالي لتلبية الاحتياجات المالية لعملية التنمية، فقد ارتفعت إصدارات السندات التقليدية والإسلامية بشكل مستمر منذ سنة 2000م، نتيجة الإجراءات التصحيحية التي قامت بها الحكومة الماليزية لإعادة انتعاش سوق سنداها بعد الأزمة المالية التي طالته سنة 1997، كما عرفت السندات التقليدية وحتى الصكوك تراجعاً في سنة 2006 ثم ارتفعت سنة 2007، لتعرف انخفاضاً آخر سنة 2008 بسبب الأزمة المالية ونضوب السيولة في الأسواق المالية الدولية وبالتالي النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، وقد ترافق هذا مع إصدار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) بياناً في فيفري 2008، الذي شككت من خلاله في التزام بعض الصكوك في السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، والتي كانت تستند إلى الهياكل الأساسية للمشاركة والمضاربة.<sup>1</sup>

وحسب تقرير «بيتك»: في دراسة أجراها، فإنه بحسب الجهة المصدرة، فإن حوالي 77,3% من الجهات المصدرة للصكوك عام 2010 كانت كيانات سيادية وشبه سيادية، وذلك تماشياً مع المصلحة العامة للمستثمرين التي شهدت تحولا في الأفضلية لإيجاد ملاذات تحوطيه آمنة وإصدارات ذات جودة عالية. وجاء قطاع الخدمات المالية في المرتبة التالية حيث بلغت إصداراته 9,8% من إجمالي إصدارات الصكوك، بينما جاء قطاع الطاقة والمرافق العامة بنسبة 7,6% مدفوعاً بأنشطة جمع الأموال من قبل المؤسسات المالية واستمرار الإنفاق على البنية التحتية.

ووفقاً للدراسة فقد واصلت ماليزيا السيطرة على سوق الصكوك العالمية، إذ ساهمت بنسبة 72,3% من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة عام 2010، وتراجعت كل من اندونيسيا والمملكة العربية السعودية لتحلها بعدها بنسبة 10,3% و 9,1% على التوالي. وبحسب نوع العملة، فقد تصدرت صفقات الصكوك المقومة بعملة الينغيت الماليزي ما نسبته 63,8%، وتلتها الصفقات المقومة بالروبية الاندونيسية بنسبة 10,2% والصفقات المقومة بالريال السعودي بنسبة 7,4%. أما بحسب البلد، فقد تصدرت ماليزيا، إذ بلغ حجم إصداراتها من الصكوك 4,47 مليار دولار أميركي أي ما نسبته 47% لأعلى عشرة إصدارات، ثم المملكة العربية السعودية بمبلغ 2,32 مليار دولار أميركي أي ما نسبته 24,4%، فقطر بمبلغ 1,37 مليار دولار أميركي أو 14,4% واندونيسيا بمبلغ 1,53 مليار دولار أميركي أو 14,2%.<sup>2</sup>

وإذا ما جئنا للحديث عن تطور سوق السندات في ماليزيا من حيث الهيكل، نجد مثلاً أنه في عام 2002، ارتفعت صكوك المراجعة إلى 33% من إجمالي إصدارات السندات الإسلامية، وهو ما يمثل زيادة بنسبة 10%

<sup>1</sup> April Workshop - Sukuk, Their Practical Applications and Challenges, the National Skills Academy for Financial Services, London, 01 July, 2011 p1

<sup>2</sup> 28 مليار دولار صكوك في الـ 9 أشهر الأولى من 2010

<http://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2011-01-05-1.824457>

عن عام 2001. وفي مسعى للتصدي لهذا، قدمت الحكومة الماليزية في عام 2003 في ميزانيتها العامة بعض الامتيازات الضريبية بغية تخفيض تكلفة تنظيم وتوثيق وإصدار الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالأصول بناءً على عقود أكثر قبولاً على نطاق واسع مثل عقود الإجارة، المضاربة والمشاركة بدلاً من التركيز على سندات الدين القائمة على أسس المراجعة والبيع بالثمن الآجل.<sup>1</sup>

ومن المهم ملاحظة أن أداء سوق الصكوك سوف يتأثر بالأحداث الاقتصادية العالمية التي ستلي عليه ردة الفعل (ومن تلك الأحداث التغيرات في السياسات المالية والنقدية، والتغيرات في التصنيف السيادي، وصددمات الأسواق المالية في الاقتصاديات الرئيسية، وغيرها) وذلك لوجود سوق رأس المال الإسلامي داخل النظام المالي العالمي.

وهناك توقعات بأن يكون سوق الصكوك في العام 2011 مدفوعاً بالانتعاش الحاصل في النشاطات الاقتصادية العالمية، والسياسات النقدية المرنة، وجهود جمع الأموال السيادية لدعم النمو الاقتصادي فضلاً عن إحياء مشاريع القطاع الخاص. ويتوقع صندوق النقد الدولي نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي بنسبة 4,3% لعام 2011 (2010:4,6%) مدفوعاً بالنمو القوي في آسيا والشرق الأوسط والأسواق الناشئة الأخرى. الأمر الذي سيضمن تنشيط مشاريع البنية التحتية في كل من أسواق رأس المال التقليدية والإسلامية.

من المتوقع كذلك أن يدخل المزيد من مصدري الصكوك السيادية للاستفادة من سوق الصكوك في عام 2011 حيث ستستمر الحكومات في جمع الأموال لدعم النمو الاقتصادي وسد العجز المالي لديها. ومن المتوقع كذلك دخول لاعبين جدد في الأسواق الناشئة، فضلاً عن مصدرين جدد في دول غير إسلامية، للاستفادة من سوق الصكوك، مع ظهور محتمل لأول مرة في تايلاند واليابان وأوروبا.

وللمبادرات التي طرحتها العديد من جهات الاختصاص القضائي من أجل تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية، كجزء من الجهود المبذولة لجذب الاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى متوسط العائد الذي حققته الصكوك، والذي بلغ 12,6% للمستثمرين حتى الآن في عام 2010، وهو أعلى بكثير بالمقارنة مع متوسط العائد على سندات الخزانة الأميركية الذي يتراوح ما بين 1,5% إلى 3,0% (على مواعيد استحقاق متفاوتة)، دور هام في السماح للاعبين جدد باستكشاف صناعة الصكوك لأول مرة.

<sup>1</sup> Stella Cox, **Developing the Islamic Capital Market and Creating Liquidity**, Review of Islamic Economics, international association for Islamic economics, Vol. 9, No. 1, 2005, p82

## المطلب الثاني: عوامل نجاح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

عملت ماليزيا على وضع اللبنة الأساسية في مختلف أجزاء القطاع المالي الإسلامي لتطويره وإنجاحه، باعتباره عنصراً هاماً للبقاء والمنافسة داخل النظام المالي العالمي، واستكمالاً للنظام المالي التقليدي كمحرك للنمو الاقتصادي والتنمية. وقد عززت التطورات الكبيرة في البنية التحتية للمالية الإسلامية، بما في ذلك البنية التحتية القانونية، الشرعية والتنظيمية والإطار الرقابي، موقف النظام المالي الإسلامي باعتباره عنصراً متزايد الأهمية في تلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد في العصر الحديث.

ماليزيا لديها ميزة عن غيرها من المراكز المالية الإقليمية والدولية في مجال التمويل الإسلامي لما لها من نهج شامل ومتكامل لتطوير نظامها المالي الإسلامي

اعتمدت الحكومة الماليزية في تطوير نظامها المالي وفق الضوابط الشرعية على تطوير البنية التحتية المالية الشاملة التي تضم السوق المالية الإسلامية، والأدوات المالية الإسلامية، قانون العقود وإجراءات إنفاذ القانون، والممارسات المحاسبية الإسلامية ومعايير التقييم، ومتطلبات الإفصاح المناسب، نظم الدفع والتسوية الفعالة. كما تم الاهتمام بتطوير الإطار التنظيمي التحوطي الذي يدعم الاستقرار في الصناعة المالية الإسلامية...<sup>1</sup>

وقد ساهم إنشاء المؤسسات المالية المتخصصة في تطوير وتنمية المالية الإسلامية في ماليزيا مثل إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) في كوالالمبور لتطوير معايير تنظيمية حصرية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها. فساهم منذ تأسيسه سنة 2002م في ضمان سلامة النظام المالي الإسلامي واستقراره.

وأن اعتماد هذه العناصر بعضها على بعض يخلق بيئة ملائمة للنظام المالي الإسلامي للقيام بدوره كوسيلة فعالة لتحريك الموارد وتقديم التمويل للأنشطة الاقتصادية المرغوبة. كما تقوم هذه العناصر بتعزيز قوة النظام المالي الإسلامي ونشاطه لتحمل الصدمات الاقتصادية والإسهام في استقرار النظام المالي الإسلامي.<sup>2</sup>

يمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في إنجاح السوق الرأسمالية الإسلامية في ماليزيا، كما يلي:<sup>3</sup>

– وجود الإطار القانوني الذي يضبط هذه الصناعة، حيث أن تطوير التشريعات والقوانين الخاصة بأدوات أسواق المال الإسلامية كالصكوك والتوريق والتحوط والمشتقات، حيث تختلف هذه الأدوات في عقودها وهيكلها ومتطلباتها ومخاطرها عن الأدوات المالية التقليدية فلزم وجود بيئة تشريعية مناسبة لها تتلاءم مع طبيعتها الخاصة. فليس من المعقول أن تعامل الصكوك كسندات دين إلا ما كان منها قائم على الدين

<sup>1</sup> Kabir Hassan, Mervyn Lewis, Handbook of Islamic banking, Edward Elgar Publishing, 2007p 392

<sup>2</sup> زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى «مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول»، ص5

<sup>3</sup> ضياء الدين العطيات، فُضة التمويل الإسلامي .. التجربة الماليزية أمودجا، خاص بالمركز العربي للدراسات والأبحاث،

<http://www.arabiccenter.net/ar/news.php?action=view&id=1112>

كالمراجعة والاستصناع ولا شك أن وجود مثل هذه البيئة القانونية المتكاملة سوف يقلل من مخاطر هذه الأوراق وبالتالي سيؤدي إلى تقليل التكاليف على المصدر. فضلا عن تعزيز المحاكم المدنية بقضاة مختصين للفصل في قضايا المالية الإسلامية

وعند الحديث عن الإطار القانوني لسوق رأس المال الإسلامي وجبت الإشارة إلى التشريعات المنظمة لسوق رأس المال الإسلامي، سواء تم ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. فإن التشريعات ذات الصلة وتشمل قانون 2007 لأسواق رأس المال والخدمات (قانون 671). قانون هيئة الأوراق المالية 1993 (SCA)، قانون البنوك والمؤسسات المالية 1969 (قانون المؤسسات المصرفية) وقانون الخدمات المصرفية الإسلامية لعام (IBA) 1983. كل هذه التشريعات هي كبيرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.<sup>1</sup>

- تكوين هيئة شرعية ممثلة في المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك من باب تنظيم الفتوى المالية حيث تتولى تصنيف الشركات والنظر في الأدوات المالية المتداولة الشرعية.

- وجود سوق للنقد بين المصارف الإسلامية (IIMM) يتميز بسيولة عالية، يُسمح من خلالها باستمرار نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية.

- تنوع المؤسسات المالية الإسلامية داخل النظام المالي الماليزي، بين المحلية والدولية. بفضل عمل الحكومة الماليزية على تيسير بيئة الأعمال من خلال توفير قنوات التوزيع الفعالة لانتشار المؤسسات الإسلامية المحلية والأجنبية، فضلا عن المنتجات والخدمات الإسلامية، وهذا يشمل منصة للتجارة الالكترونية في الأوراق المالية التي تساهم في كفاءة نظام التداول. كذلك، فإن وجود سوق ثانوية نشطة يولد المزيد من النشاط التجاري ونمو في عمق وسيولة المنتجات المالية الإسلامية، وبخاصة السندات الإسلامي

- الحوافز والإعفاءات الضريبية المتعلقة بالاستثمار في سوق رأس المال.

- اهتمام الحكومة الماليزية بتنمية رأس المال البشري، باعتباره عنصرا حيويا لضمان التوسع في إنشاء سوق رأس المال الإسلامية. بل هو التحدي الأساسي بالنسبة للماليزيا لبناء جيل جديد من المبدعين والمنظمين والوسطاء...، مع ضرورة تمتعه بالمعرفة المالية والدراية الكافية حول ضوابط ومبادئ التمويل الإسلامي، مع الخبرة في أسواق رأس المال، واهتمام الحكومة الماليزية بتنمية رأس المال البشري يتضح جليا في تأسيسها للمراكز والمعاهد الدولية بالإضافة إلى مؤسسات التعليم العالي لتلبية الاحتياجات التعليمية لجميع مستويات ممارسي التمويل الإسلامي.

<sup>1</sup>,Kabir Hassan, Michael Mahlknecht, **Islamic Capital Market: Products and Strategies**, John Wiley and Sons, 2011 , p 92



- الموقع الاستراتيجي: جغرافيا، تقع ماليزيا في موقع استراتيجي، يمكنها من خلاله العمل كحلقة وصل بين الشرق والغرب. هذا الموقع المثالي هو ميزة لخدمة وتسهيل عبور تدفق الأموال وزيادة الروابط الاقتصادية العالمية وخاصة بين دول جنوب شرق آسيا والشرق الأوسط.

إن هذه باختصار هي أهم الأسباب والعوامل -إضافة إلى عوامل أخرى- التي جعلت من ماليزيا قبلة للباحثين والخبراء والاقتصاديين الراغبين في التعرف على النموذج الإسلامي للمعاملات المالية، وهي تشكل نموذجا يحتذى لمن أراد الاستفادة من هذه التجربة، بل والبناء عليها، فالتجربة بالرغم من نجاحاتها إلا أنها لازالت بكرًا فتية تحتاج إلى الكثير من التصحيح والتقويم والبناء على ما تم تحقيقه. وتطويره وصولا إلى منتجات مالية منافسة تمتاز بالتطور والأمان من المخاطر، إضافة إلى التوافق الحقيقي مع ضوابط التمويل الإسلامي، والقواعد الأخلاقية للتمويل الإسلامي، وبعيدة عن الحيل الربوية، واستنساخ منتجات البنوك التقليدية، فالساحة تفتقد إلى الخبراء المؤهلين تأهيلا يجمع بين التأهيل الديني الشرعي في فقه المعاملات وأصول الاستنباط وتزليل النصوص على النوازل، والتأهيل المهني والإمام بعلم التمويل المصرفية.

### المطلب الثالث: تحديات وآفاق سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

من خلال ما يلي سيتم تقييم التجربة الماليزية في إنشاء وتطوير سوق رأس المال الإسلامي، من خلال عرض تحدياتها وآفاقها.

#### 1- تحديات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

في إطار مناخ التحدي للرأسمالية العالمية ترايدت الدعوة لإحياء الشريعة والقيم والنظم الإسلامية بآليات مناسبة حتى تتم مواجهة الرأسمالية وتحدياتها الاستعمارية ويمكن للأقطار الإسلامية عامة التخلص من سيطرة الحركات والأفكار الجديدة التي لا تتفق أيضاً مع الشريعة الإسلامية وتحقق التقدم في المجال الاقتصادي، وقد صار من الجلي ما للقوة الاقتصادية من أهمية عظمى في البناء السياسي والاجتماعي.

وهكذا ظهر الاهتمام بإقامة الاقتصاد الإسلامي فكراً وتطبيقاً منذ أوائل القرن العشرين في غمرة أحداث وتطورات عديدة داخل الأقطار الإسلامية وخارجها.<sup>1</sup>

على الرغم من أنه لماليزيا نظام مالي إسلامي متكامل (مصارف إسلامية، تكافل وسوق مالية إسلامية) يعمل بالتوازي مع النظام المالي التقليدي، ومع ذلك نجد أن التطبيق العملي للنظام المالي الإسلامي تحد واجه النظام المالي الإسلامي منذ ظهوره، وفي هذا الإطار لابد من التفريق بين الفكر والممارسة، فكر الاقتصاد الإسلامي بكل جوانبه بما في ذلك الجانب المتعلق بالنظام المالي، فكر ناجح، وتم اختباره علمياً وعملياً، أما

<sup>1</sup> عبد الرحمن يسري أحمد، تقويم مسيرة الاقتصاد الإسلامي [1976-2003م]، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي / جامعة أم القرى، ماي



الممارسات فتشوبها أخطاء كثيرة، لأنها اعتمدت على منهج التقليد وتكييف العقود الإسلامية مع المنتجات التقليدية مما أفقدها في كثير من الأحيان هويتها الإسلامية ورمى بها في بحر الحيل والشكوك، في حين يجب على المؤسسات المالية الإسلامية خلق فرق لابتكار المنتجات لا تكيفها وفقا لما هو موجود في المؤسسات المالية التقليدية. إضافة إلى ذلك هناك تحديات حمة تعرقل تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تتمثل أهمها في النقاط التالية:

- محاكاة أسواق رأس المال التقليدية: تقوم أسواق رأس المال بعرض لوائحها وتعليماتها وعقودها وإجراءاتها على هيئة الرقابة الشرعية لإجازتها وضمن خلوها من أي مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية. وعلى الرغم من وضوح وثبات الأحكام الرئيسية الحاكمة لمجال العمل المالي الإسلامي، فإن مجال الاجتهاد في مسائل التطبيقات العملية ما زال واسعا. الأمر الذي قد تختلف معه هيئات الرقابة الشرعية بين أسواق رأس المال مما يصعب معه تطوير معايير موحدة مقبولة للجميع، وهذا ما يحد في كثير من الأحيان من تدويل بعض المنتجات المالية الإسلامية، ومن جهة ثانية، قد تظهر معه بعض الشكوك في الدور الفعلي لهيئات الرقابة الشرعية مما يضعف من مصداقيتها.

- عدم كفاية تنمية رأس المال البشري في الصناعة المالية الإسلامية،
- تدني مستوى معرفة الأفراد بمبادئ المالية الإسلامية،

- الحصول على الاعتراف الدولي، فرغم نمو سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، نموا مطردا، إلا أن السوق المالية الإسلامية لا تزال تمثل ما نسبته أقل من الواحد من المائة من إجمالي النظام العالمي

- العمل على توسيع درجة انفتاح السوق، والتي تقيم من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها، من ناحية، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى.<sup>1</sup>

- محدودية المنتجات: منتجات سوق رأس المال الإسلامية لا تزال تواجه تحديات فيما يتعلق بابتكار المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتطويرها وهيكلها. تتمثل أهم التحديات المتعلقة بهذا الجانب في المواءمة في تفسير الشريعة، محدودية إصدارات الأطر القانونية والتنظيمية، فضلا عن الإطار الضريبي الميسرة لإصدار والتعامل بالأدوات المالية الإسلامية... الخ. وهذا ما يجعل المنتجات المالية الإسلامية محدودة وغير متنوعة. فمهما تنوعت منتجات أسواق رأس المال الإسلامي، إلا أنها تبقى محدودة بالمقارنة مع المنتجات التقليدية - وهذا عمليا إلا أن الجانب النظري يبقى ثريا ومتنوعا. - ذلك أن ابتكار أو تطوير منتجات مالية جديدة يستلزم وقتا أطول وإجراءات فقهية وشرعية أكثر، مما يحد من ويؤخر ظهور هذه المنتجات، إن لم يمنعه الشرع عندما لا تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. كل هذا يحد من قدرة سوق رأس المال الإسلامي على خلق منتجات خاصة بعمليات غير متكررة

<sup>1</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية الدولية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الثاني دار المنهل اللبناني، بيروت، ط1، 2003، ص 108

وهناك من أشار إلى أن هناك فرقا شاسعا بين استهداف إصدار أوراق مالية إسلامية تحمل ثقل السندات ومهامها التمويلية، وبين إصدار أوراق مالية تحاكي السندات حتى تكاد تحمل خطاياها أيضاً، والحقيقة أن الإصدارات الأولى من الصكوك في ماليزيا كانت تؤكد انحراف الصكوك الإسلامية عن القواعد الشرعية، حيث بدأت في الغالب مبنية على بيوع العينة المحرمة وبيع الدين، وقيل لتبرير ذلك حينئذ إن المذهب الشافعي يسمح ببيع العينة والديون.

- مواكبة تنوع وتعدد الأدوات والخدمات المالية المقدمة في الأسواق المالية التقليدية، لإرضاء المتعاملين وتوسيع دائرتهم داخل النظام المالي الإسلامي، وبالتالي ينبغي تقديم الأدوات والخدمات المالية الكفيلة بتلبية احتياجات المتعاملين مثل ما تفعله نظيراتها التقليدية أو أحسن منها.

- الإسهام الفعلي في تطوير التجارة البينة وزيادة تأهيل قدرة الدول الإسلامية في تنمية أسواقها المالية، وذلك عن طريق إنشاء أسواق مالية حرة للعالم الإسلامي

- محاولة الاستمرارية في تطوير وتفعيل سوق رأس المال الإسلامي، لأن العبرة ليست في إمكانية الإيجاد بل في إمكانية الاستمرار والمواصلة أيضاً.

وعليه نجاح الأسواق المالية الإسلامية بصفة عامة في الوقت الحالي مرهون بتبنيها لما يجري حولها من تطور في الأسواق المالية التقليدية، والتعامل معه بتطوير أنظمتها وإدارتها من خلال إستراتيجية إسلامية موحدة تأخذ بعين الاعتبار جميع حاجات الدول الإسلامية إلى هذا النوع من الأسواق. وللسوق المالية الإسلامية الموحدة أهميتها البالغة في نجاح آلية السوق المالية الإسلامية ضمن النظام المالي العالمي.

## II- آفاق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في آفاق 2020:

رغم التحديات العديدة التي تقف في أحيان كثيرة حجرة تعثر أمام أسواق رأس المال الإسلامي، إلا أن هذه الأخيرة تبقى لديها آفاق واعدة خلال السنوات القليلة القادمة.

ولمواصلة وإدامة زخم نمو سوق رأس المال الإسلامي خلال العقد المقبل، على الحكومة الماليزية العمل في المقام الأول على زيادة تدويلها واندماجها في النظام المالي العالمي، وتوفير الفرص الكفيلة لتعزيز مكانتها كمركز لأنشطة سوق رأس المال الإسلامية عالمياً.

ولتحقيق ما تقدم قامت الحكومة الماليزية بإطلاق المخطط الرئيسي لسوق رأس المال (CMP2) في أفريل سنة 2010، يهدف المخطط أساساً إلى وصول حجم السوق المالية إلى 5.8 ترليون رنجيت ماليزي، من بينها 3 ترليون لصالح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وهذا بحلول عام 2020 مع معدل نمو متوسط قدره 10,6 في المائة سنوياً على مدى الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020. ومن المتوقع أن يتحقق هذا النمو أساساً من خلال توسيع قاعدة سوق رأس المال الإسلامية دولياً، والذي من شأنه أن يولد أيضاً كفاءات الحجم وعمق أكثر في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن تلخيص آفاق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في عام 2020 كما هو مسطر له في برنامج (CMP2) في الجدول التالي:

الجدول (3-4): آفاق نمو سوق رأس المال الإسلامي بحلول العام 2020

معدل نمو سنوي مركب (%Car) 2020-2010	2020 (بليون RM)	معدل نمو سنوي مركب (%Car) 2010-2000	2010 (بليون RM)	2000 (بليون RM)	شرائح السوق Market segments
7.4	1,551.1	11.5	756.1	254.1	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
13.6	1,331.5	22.2	294.0	39.6	الصكوك
10.6	2,882.6	13.6	1,050.1	293.7	الإجمالي
20.7	158.0	30.3	24.0	1.7	القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية

Source: Malaysian Islamic Capital Market, 2<sup>ND</sup> Quarter 2011, Vol 6 N02, Securities Commission Malaysian, p2

وضع خطة إستراتيجية طويلة الأمد مثل (CMP2) يعتبر عاملا هاما لمواكبة التحولات الكبيرة في المشهد المالي العالمي، خاصة مع التطور التكنولوجي الكبير وتغير ديناميكية السوق على الصعيدين، المحلي والعالمي. يأخذ (CMP2) بعين الاعتبار التغيرات الهيكلية التالية:

- الحجم المتزايد لسوق الأوراق المالية والذي وصل إلى 2 ترليون رنجيت ماليزي.
- قاعدة اقتصادية واسعة
- النمو الكبير في المؤسسات المالية
- زيادة تدويل سوق الأوراق المالية

من خلال (CMP2) تم صياغة استراتيجيات شاملة ومرنة بغرض مواكبة العوائق والتحديات التي من المحتمل أن تؤثر على السوق المالي عامة وسوق الأوراق المالية خاصة، في العقد الجديد -2010-2020، الاستراتيجية التي وضعت لتحقيق أهداف (CMP2) تعكس أيضا الوضع الراهن للأسواق الناشئة، لذلك كان من المهم رصد عملية النمو ورصد الاستراتيجيات المناسبة لها، ذلك أن تجربة (CMP1) قد تبين من خلالها أن النمو المستدام في سوق الأوراق المالية لا يمكن تحقيقه إلا إذا توفر الإطار التنظيمي الجيد وكذلك إطار رقابي خاضع للمساءلة، ومن هنا كانت السمة المميزة ل (CMP2) تقع على توازن معقد بين نمو السوق من جهة وحوكمة السوق من جهة أخرى، لضمان مصداقية ونزاهة السوق المالي الماليزي، إن اعتماد ممارسات الحكم الرشيد في هذا الجانب يعتبر شرطا أساسيا للوصول إلى سوق مالية سليمة.

تتمثل استراتيجيات النمو المصاغة ضمن (CMP2)، في:

- تشجيع تكوين رأس المال
  - توسيع نطاق وكفاءة السوق
  - تعميق السيولة ومخاطر السوق
  - تسهيل تدويل سوق الأوراق المالية
  - بناء القدرات البشرية وتعزيز البنية التحتية للمعلومات
- أما استراتيجيات الحوكمة، فهي كالتالي:
- تعزيز تنظيم منتجات إدارة المخاطر
  - توسيع نطاق المساءلة
  - فعالية الرقابة على المخاطرة
  - تعزيز حوكمة الشركات

تهدف هذه المبادرات في مجملها إلى المساهمة في تشجيع وتعزيز سوق رأس المال الإسلامي في الساحة المالية الدولية. في هذا الصدد، أنشأت الحكومة الماليزية لجنة استشارية دولية لتوفير التوجيه الاستراتيجي ووجهات النظر الدولية لتعزيز التعارف والتعاون بين الدول في المجال المعرفي في التمويل الإسلامي.

### خلاصة الفصل الثالث:

يتميز النظام المالي الماليزي بالجمع بين النظامين، التقليدي والإسلامي، أما النظام المالي الإسلامي فهو حديث النشأة نسبياً مقارنةً بنظيره التقليدي، وقد اعتمدت ماليزيا إستراتيجية شاملة من أجل تحقيق نظام مالي إسلامي متكامل، وشامل على مختلف العناصر (المصرفية الإسلامية، التكافل، سوق مالي إسلامي) (سوق النقدي وسوق رأس المال).

اهتمام الحكومة بإيجاد وخلق سوق رأس مال إسلامي، كان لأسباب إستراتيجية أكثر منها عقائدية، تلتخص في سببين رئيسيين هما: تصحيح أوضاع سوق الأوراق المالية الماليزية عقب الأزمة المالية التي طالت دول جنوب شرق آسيا سنة 1997، وكذا توافر فوائض سيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

يتمتع سوق المال الإسلامي بشقيه النقدي ورأس المال في ماليزيا بتنوع أدواته وخدماته، وذلك نتيجة الدعم الكبير والمستمر من طرف الحكومة الماليزية لتطوير سوقها المالي الإسلامي من خلال طرح البرامج الكفيلة بذلك. يمثل مثل الخطة الرئيسية لتطوير سوق المال سنة 2001 (CMP1)، مما ساهمت في توفير البنية التحتية المالية الإسلامية، العمل على ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تتوافق ورغبات المستثمرين، تقديم الحوافز الضريبية المساعدة على زيادة إصدارات أدوات مالية إسلامية وتشجيع وتسهيل المشاركة المحلية والأجنبية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي،.... وكل هذا بغية أن تكون ماليزيا مركزا لسوق رأس المال الإسلامي عالمياً.

نما سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2010 بشكل ملحوظ، ويمكن ملاحظة ذلك جلياً من خلال تتبع تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي.

نمو سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يرجع إلى توفر عوامل النجاح الضرورية لذلك، وأهمها يتمثل في الدعم المستمر الذي تقدمه الحكومة من خلال تيسير السياسات والحوافز لتنمية ناجحة لسوق رأس المال الإسلامي، فيكفي أن نذكر أن برنامج (CMP1) قد حقق 95% من التوصيات التي جاء بها لنشبت نجاح الحكومة الماليزية في تطوير سوقها المالي. بما فيه سوق أوراقها المالية.

رغم النجاحات المحققة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، إلا أننا نجد بعض التحديات التي تقف حجرة عثرة أمام تطورها ونموها، ولعل أهم تحدي يتمثل في تدويلها وزيادة اندماجها في النظام المالي العالمي.

لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا آفاق واعدة خلال الفترة القادمة، خاصة مع إطلاق الحكومة الماليزية لبرنامج آخر (CMP2) بغية المواصلة في عملية تطوير سوقها المالي عامة وسوق أوراقها المالي الإسلامي خاصة.



خاتمة

لقد أشرنا إلى أهمية الأسواق المالية (خاصة أسواق الأوراق المالية) باعتبارها الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في المجتمع، عن طريق حشد مدخرات وحدات الفائض وتوجيهها نحو وحدات العجز، وبالتالي السماح باستمرارية العمليات الاستثمارية داخل الاقتصاد الوطني، ومن ثمّ التنمية الاقتصادية، وكلما كان هذا الانسياب سلساً وسليماً كان الاقتصاد الوطني بعيداً عن الأزمات التي يمكن أن تصيبه. ومن أجل الوقوف على حقيقة هشاشة النظام الرأسمالي قمنا بعرض مختصر لأهم الأزمات المالية التي أصابته، والتي تعد جزءاً من التاريخ المعاصر له، حيث تبين من خلالها ارتباطها الوثيق بأسباب تتعلق بمبادئ وأسس هذا النظام.

وإن الأزمة المالية العالمية ( أزمة سنة 2008)، التي أدت إلى حدوث العديد من الاضطرابات ليس في أسواق المال فحسب بل وحتى في الأسواق الحقيقية، لتعد فرصة سانحة للدول الإسلامية (خاصة) لتفعيل مبادئ النظام المالي الإسلامي وتبيان أهمية السوق المالية الإسلامية كخيار بديل لانقراض الوضع، من خلال الأخذ بالضوابط الشرعية للنظام الإسلامي المالي. ولهذا اجتهدنا في عرض الإطار النظري للسوق المالية الإسلامية، وبشكل مختصر، ومن ثم عرض أهم التجارب التطبيقية في هذه السوق في عدد من الدول الإسلامية للوقوف على حقيقة إمكانية تطويرها وتفعيلها رغم التحديات الكثيرة التي تواجهها، وفي هذا الصدد تم تخصيص فصل كامل لدراسة نموذج من أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

تعد السوق المالية الإسلامية بماليزيا - بشقيها السوق النقدي (قصير الأجل) وسوق الأوراق المالية (متوسط وطويل الأجل) - تجربة رائدة على المستوى العالمي في مجال الصناعة المالية الإسلامية، نتيجة لشمولية النظام المالي الماليزي الإسلامي على مختلف العناصر (خدمات مصرفية إسلامية، خدمات تكافل، سوق مالية إسلامية)، وهذا ما من شأنه خلق بيئة مواتية لأداء مهامه بفعالية وكفاءة، إضافة إلى توفر مختلف عوامل النجاح خاصة ما يتعلق بتوفر الأطر القانونية والتنظيمية والتشريعية المنظمة للعمل المالي الإسلامي.

### نتائج الدراسة:

- توفر الأسواق المالية فرصاً استثمارية متنوعة من خلال توفير أدوات مالية متنوعة، يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أصناف.

- الصنف الأول، وهو الورقة المالية التقليدية (الأسهم) التي تحاكي في بنيتها الأساسية الضوابط الشرعية والتي تمثل حصة من شركة مساهمة، خاصة كانت أم عامة، فمحل العقد شرعي من حيث المبدأ العام إلا أن هناك حالات تشكل الخاص في الحالات وليس العام تجعل هذه الورقة المالية من حيث البنية الأساسية مخالفة للضوابط الشرعية وفي هذه الحالات الخاصة ثلاثة أنواع فالنوع الأول أن يكون النشاط التجاري للشركة مخالفاً للشريعة الإسلامية أي أن يكون نشاط الشركة على سبيل المثال تصنيع وبيع الخمر، أو العمل في نشاطات الترفيه كبناء دور السينما، فذلك يؤدي بالضرورة إلى بطلان شرعية الورقة المالية من حيث الشكل وبالتالي بطلان حيازتها أو تداولها أما النوع الثاني فهو أن يكون التكوين الرأسمالي للشركة

يغلب عليه القروض الربوية فتدخل الورقة المالية في شبهة حيازتها وتداولها وأما النوع الثالث فهو أن يتم تداول السهم بوجود أحد أو كل الممارسات التجارية غير الشرعية فذلك يؤدي إلى بطلان العقد دون أن يؤدي بالضرورة إلى بطلان المعقود عليه وهو السهم.

- أما التصنيف الثاني فهو الأوراق المالية التقليدية التي تحتاج إلى تكييف شرعي وتخصيص حالاتها لتصبح متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فهي الأوراق المالية التي بالمبدأ العام غير متوافقة مع الضوابط الشرعية وتتمثل أساساً في عقود المشتقات المالية.

- وأما التصنيف الثالث والأخير فهي الأوراق المالية الإسلامية البحتة ويُقصد بها الصكوك الإسلامية والتي تعتبر من أبرز ما استجد من منتجات الصناعة المالية الإسلامية، كبدايل عملية للسندات القائمة على الفائدة، وهي صيغة تمويلية مصدرها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية حيث تعتمد على الصيغ التشاركية بين عوامل الإنتاج بصيغ متعددة أهمها المشاركة، المضاربة، المراجعة، السلم، الإجارة والاستصناع.

- والصكوك الإسلامية نوع من الأوراق المالية، وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء النشاط التي بيعت الصكوك لأجله وهو يعتبر البديل الشرعي عن أدوات الدين التقليدية وأهمها السندات.

- تعتبر أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية حديثة النشأة بالشكل الذي هي عليه حالياً، وهيكلها قائم وفق المنهج الرأسمالي الربوي الذي لا يتوافق مع الطبيعة الفكرية والاقتصادية والاجتماعية الخاصة للدول الإسلامية، ناهيك عن اختلافاتها عن العقائد الدينية للمجتمعات في هذه الدول.

- تتميز أسواق الأوراق المالية التقليدية بتعدد الأزمات، هذه الأخيرة التي ترتبط بمشاشة النظام المالي الرأسمالي والذي يقوم على مبدأ الحياد الديني، مما ساهم في انتشار الممارسات اللاأخلاقية كالمضاربة والمقامرة، والتعامل بالمشتقات المحرمة... الخ. على العكس من ذلك كله نجد أن النظام الإسلامي له توجه ديني وأخلاقي محدد ينعكس في الضوابط الخلقية والقيود الشرعية التي تستمد جميعها من كتاب الله وسنة نبيه عليه الصلاة والسلام.

- إضافة إلى البيئة الاقتصادية غير الداعمة لنشاط أسواق الأوراق المالية بالدول الإسلامية، هناك معوقات عدة تحول دون نمائها وتطورها، أهمها يتمثل في: عدم التوافق بين الأسس والمرتكزات القائمة عليها أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية ومبادئ وقيم الفرد المسلم في هذه الدول، حيث أدى هذا إلى نفور الأفراد من الاستثمار داخل هذه الأسواق خاصة مع تنامي الوازع الديني وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية



- تتوفر للدول الإسلامية كل المقومات والمتطلبات الضرورية، لتطوير أسواق أوراقها المالية بتبني فلسفة السوق المالية الإسلامية، من أوراق مالية إسلامية، شريحة معتبرة من المتعاملين (من أفراد ومؤسسات، وحتى حكومات دول) في مجال المعاملات المالية الإسلامية، توفر مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، والأهم من هذا كله، توافر الإطار النظري الخاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- تعتبر عملية تطوير أدوات مالية لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع ضوابط التمويل الإسلامي الخطوة الأولى نحو إنشاء سوق مالي إسلامي. أما الخطوة الثانية فتتمثل في ضرورة إخضاع عمليات التداول بهذه الأوراق المالية لكل من القانون الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي في الإسلام، حيث يتطلب الأمر إجراء تقييم من وجهة نظر الفقه الإسلامي لمختلف طرق التعامل في السوق المالي بهدف تحديد الطرق المقبولة والطرق غير المقبولة شرعا. أما الخطوة الثالثة فهي تتمثل في ضرورة إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتفعيل هذا السوق المالي.
- رغم النشأة الحديثة لمعظم أسواق الأوراق المالية الإسلامية، إلا أن هناك تجارب ناجحة وهي رائدة على المستوى العالمي، مثل تجربة ماليزيا في مجال تأسيس وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة التي ثبت نجاحها من خلال التطورات الهامة التي عرفتها مثل ارتفاع عدد الشركات المدرجة، عدد الأدوات المالية المتداولة بها، توفر الإطار التنظيمي والقانوني الدائم للمعاملات المالية الإسلامية، على رغم من أنها سوق فتية، إلا أن الدول الإسلامية يمكنها الاستفادة منها.
- يعتبر الدعم الحكومي المستمر من طرف حكومة ماليزيا من أهم عوامل نجاح سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا، إضافة إلى إتباع نهج التدرج الذي كان وفق خطة استراتيجية للوصول إلى نظام مالي إسلامي شامل (نظام مصرفي إسلامي، نظام تكافل، سوق أوراق مالية إسلامية).

#### مقترحات الدراسة:

- أهم ما يمكن تقديمه في إطار الموضوع محل الدراسة كمقترحات يمكن صياغته في النقاط التالية:
- ضرورة وضع الدول الإسلامية خطوات جريئة لترك نهج التقليد وتبني مبادئ التمويل الإسلامي لخلق أسواق أوراق مالية كفؤة وفعالة.
- ضرورة توفر الإرادة السياسية الصادقة من طرف حكومات الدول الإسلامية لإصلاح أنظمتها المالية عامة وأسواق أوراقها المالية خاصة، ومحاولة توسيع قاعدة المتعاملين في مجال الصناعة المالية الإسلامية بمختلف عناصرها، داخل هذه الدول، من خلال الاهتمام بمجال الإعلام الاقتصادي لتوعية الناس وتعريفهم بمجالات وأدوات الاستثمار الإسلامية التي تعتبر كمنفذ ووسيلة استثمارية فعالة يمكن الاعتماد عليها في خلق اقتصاد حقيقي، لتوسيع دائرة الطلب من جهة، ومن جهة أخرى العمل على تقديم التسهيلات اللازمة لتحفيز

مصدري الأوراق المالية الإسلامية على زيادة إصداراتهم، مثل تقديم تخفيضات ضريبية، إعفاء من رسوم الإدراج،....

- ضرورة تبني الدول الإسلامية لنهج التدرج في خلق أنظمة مالية إسلامية
- ضرورة تعزيز التعاون فيما بين الدول الإسلامية في مجال خلق سوق مالية إسلامية. (التعاون بين الدول الإسلامية بهدف خلق سوق مالية إسلامية موحدة من حيث آليات التشغيل والأدوات)
- ضرورة اهتمام الدول الإسلامية بالتجربة المالية (المالية) ودراساتها، للاستفادة منها في تطوير أسواق أوراقها المالية.
- ضرورة الاهتمام بمجال البحث في مجال التمويل الإسلامي....

#### آفاق البحث:

- يعتبر موضوع الأسواق المالية في الدول الإسلامية موضوع واسع شائع، وفي هذه الدراسة لم يتم التطرق إلى كل الجوانب ذات العلاقة بالموضوع، والتي ترقى لأن تكون مواضيع لدراسات مستقبلية، مثل:
- بيئة الأعمال الداعمة لتنشيط و تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية.
  - أسواق الأوراق المالية الإسلامية والحاجة إلى أسواق ثانوية -دراسة تجارب الدول الإسلامية-
  - شروط بروز و تفعيل أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الدول العربية.
  - دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل وتنشيط أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

#### صعوبات الدراسة:

تتمحور صعوبات الدراسة في النقاط الثلاث التالية:

- صعوبة الترجمة إلى اللغة الإنجليزية، خاصة ما تعلق بمصطلحات المالية الإسلامية
- اختلاف الإحصائيات بين المراجع وأحياناً في المرجع نفسه
- اختلاف المصطلحات المتعلقة بموضوع الأسواق المالية من باحث إلى آخر، فقد يكون هناك مصطلح لمفهومين مختلفين.

# قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

I. الكتب:

1. أكرم حداد، مشهور هذلولي، النقود والمصارف، مدخل تحليلي ونظري، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2005
2. بلعزوز بن علي، محمدي الطيب، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب، دار الخلدونية، الجزائر، 2008
3. بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، درا ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، ط2
4. تأليف نخبة من العلماء والباحثين، توثيق السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمن، 2006
5. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العملات الأجنبية، الروزنا للطباعة، ط2، 2005
6. زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، الأردن، ط3، 2006
7. سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، ط1، 2008
8. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005
9. سي بول هالوود - رونالد ماكدونالد - تعريب محمود حسن حسني ومراجعة ونيس فرج عبد العال، النقود و التمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007
10. سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين الشمس والمكتبات الكبرى. بمصر والعالم العربي، 2006
11. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، ط1، 2009
12. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2001
13. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، الأردن، ط1، 2009

14. طارق خان الله، حبيب أحمد، ادارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات رقم 5 المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط1، 2003
15. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001
16. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009
17. عبد الغفار حنفي، رميسة قريقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001
18. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، ط1، 2004
19. علي محي الدين القردة داغي، أثر الديون و نقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك و الوحدات الإستثمارية (المشكلة والحلول)، دراسة فقهية اقتصادية، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط1، 2003
20. فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009
21. فهد الحويطاني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط2، الرياض، 2006، الناشر: فهد عبد الله الحويطاني
22. فيصل محمود الشواوه، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الأسس النظرية والعملية" دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008
23. ماهر كتج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر، الأردن، ط1، 2004
24. مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005
25. محمد الحناوي، نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، 2006
26. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006
27. محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول إستراتيجية منع الأزمات وإدارتها، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000

28. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، دار المريخ، السعودية،
29. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007
30. محمد نور علي عبد الله، تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1998
31. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، ط1، 2005
32. محمود محمد سليم الخوادة، المصارف الإسلامية دار حامد، الأردن، ط1، 2008
33. مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008
34. مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1998
35. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2009
36. نيل كروكفورد، ترجمة تيسير حمد التريكي، مصباح كمال، مدخل إلى إدارة المخاطر، ط3، 2007
37. هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، 2007
38. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2003
39. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية الدولية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الثاني دار المنهل اللبناني، بيروت، ط1، 2003
40. وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2009

## II. أطروحات الدكتوراه ومذكرات الماجستير:

41. بوحديدة محمد، النظام المالي الإسلامي: نظام مركب - التجارب، التحديات والآفاق "دراسة استقرائية تحليلية نظامية للعلاقات المالية الإسلامية في تفاعلاتها مع الغير" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2008-2009
42. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006

43. سامر مظهر قنطججي، **فقه المحاسبة الإسلامية**، رسالة قدمت لنيل دكتوراه في المحاسبة، مؤسسة الرسالة ناشرون، بدون سنة
44. سامية زيطاري، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005
45. سحنون جمال الدين، **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008
46. سليمان ناصر، **علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية**، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005
47. عباس كاظم جاسم المدني، **اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة (1990-2006))**، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008
48. عبد الرحمان مرعي، **دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات الحاسوبية في سورية**، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه، في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 1997
49. عبد الرشيد بن حاج داثيل، **استثمار رأس المال في الإسلام**، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، 1975
50. عمر عبد الله كامل، **القواعد الفقهية الكبرى وأثرها في المعاملات المالية**، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الدراسات العربية والإسلامية، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة
51. موسى عمر مبارك، **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II**، أطروحة مقدمة لمتطلبات الحصول على دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008
52. يوسف بن عبد الله الشبيلي، **الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية)**، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الفقه المقارن، معهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2002
53. أسامة عبد الحليم الجورية، **صكوك الاستثمار ودورها الترموي في الاقتصاد**، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009

54. أشرف درويش أبو موسري، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2008
55. أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر
56. أنور عدنان نجم، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيدهم لقراراتهم الاستثمارية، رسالة مقدمة لنيل الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006
57. إياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة تدخل ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمرك، 2009
58. بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال البورصات الأوراق المالية -دراسة حالة البورصات العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2007
59. حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، فرع بنها، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002
60. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007
61. زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشريعة، رسالة ماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006
62. سمور طه خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007
63. سناحقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2008-2009



64. صايبي عمار، محددات الاستثمار المحافظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس الجزائر، 2008-2009
65. قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود- مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب بالبيدة، 2005
66. قندوز عبد الكريم، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006-2007
67. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة لنيل الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007
68. هاني أنور صالح، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين،
69. ياسر بن إبراهيم محمد الحضييري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، رسالة مقدمة لنيل الماجستير في الفقه، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2007-2008

### III. المؤتمرات والملتقيات:

73. أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
74. أشرف محمد دوابة، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
75. أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر حول: التجارة العربية البيئية والتكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، عمان، الأردن، 20-22 سبتمبر 2004

76. بلحمدي سيد علي، كمال العقريب، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009
77. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر ام لصناعتها، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، السطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009
78. بوفليح نبيل، عبد الله الحرتسي حميد، التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009
79. تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول: "اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، عمان، الأردن، 12-14 ماي 2003
80. جاب الله عبد الفضيل بخت، عبد الله بن سليمان الباحث، دول العالم الإسلامي والعولمة الاقتصادية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى - مكة المكرمة، محرم 1424 هـ
81. جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي ( مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، 2007
82. جاسم حسين، التحديات الهيكلية التي تواجه البورصات الخليجية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، 2007
83. جمال لعمارة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات — دراسة حالة الجزائر والدول النامية— بسكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006

84. حسين حسين شحاتة، زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي
85. حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، 2007
86. خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية العلوم التجارية، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 8-9 ماي 2005
87. راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر " - قراءة في القانون رقم 05-06 الصادر في 20 فبراير 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، بحث مقدم في المنتدى الدولي الأول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة،
88. رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي، بحث مقدم في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، المنعقد في مكة المكرمة، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010
89. زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى «مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول»
90. زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، بحث مقدم في المنتدى الدولي حول: البنوك الإسلامية، 15-16 جوان 2010
91. سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الثالث حول: استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008
92. سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة و تطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير - سطيف - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، 25-28 ماي 2003

93. شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة، ورقة بحثية قدمت في المؤتمر العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010
94. شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير، أهميات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بغرداية، 23-24 فيفري 2011
95. صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية المساعدة "دراسة حالة الأسواق المصرية"، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس، 2007
96. عبد الرحمن يسري أحمد، تقويم مسيرة الاقتصاد الإسلامي [1976-2003م]، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي / جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية، ماي 2005
97. عبد القادر خداوي مصطفى، بزيرية أحمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم في المنتدى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية "النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، المركز الجامعي بنخميس مليانة (عين الدفلسة)، ماي 2009
98. عبد الكريم قندوز، هندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
99. عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية، دراسة فقهية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010
100. عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
101. عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها وخصائصها وأحكامها، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق

- وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
102. عبو هدى، بلحسن فيصل، عبو عمر، إدارة مخاطر المشتقات المالية، بحث مقدم الى الملتقى الدولي الثالث حول: استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008
103. عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية " المنهجية والآلية" بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011
104. علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، سلوك المروددية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، بحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011
105. عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية الجزائر، 23-24 فيفري 2011
106. فرحات الصافي على، مخاطر صيغ الاستثمار في المصارف التقليدية والإسلامية، دراسة تحليلية مقارنة، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، الجامعة الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة الجزائر، 06-07 افريل 2009
107. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007
108. قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورقة بحثية قدمت في الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية" النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة (عين الدفلة)، ماي 2009
109. كمال توفيق حطاب، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثاني للأوقاف، جامعة أم القرى، السعودية، 10-12-2006
110. كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر العالمي الثالث حول:

الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية

111. محمد أحمد زيدان، **فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية**، ورقة بحث مقدمة في مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظرو النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 ماي 2009
112. محمد براق، شوقي جباري، عبد الحميد حفيظ، **معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة حالة الجزائر**، بحث مقدم ضمن المؤتمر الدولي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 15-16 أكتوبر 2008
113. محمد عمر جاسر، **نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان "الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010
114. محمود سحنون، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات**، بحث مقدم إلى مؤتمر: الأزمات الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها وعلاجها، كلية الشريعة، جامعة الجرش، من 14-16 ديسمبر 2010
115. مصطفى كامل خليل الحجازي، **المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية**، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، قاعة السنهوري، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، يومي 1-2 افريل 2009
116. مهداوي هند، صباح فاطمة، صباح رفيقة، **واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب بعض البلدان الإسلامية والغربية**، بحث مقدم ضمن فعاليات المنتدى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011
117. موسى عبد العزيز شحاتة، **الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية "الواقع الراهن والاتجاهات المستقبلية"**، بحث مقدم في مؤتمر الاستثمار في الدول الإسلامية، غرفة تجارة الأردن بالتعاون مع الغرفة الإسلامية للتجارة والصناعة في عمان يوم 21-05-2011
118. نزيه محمد الصادق المهدي، **الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات "الأسهم"**، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 6-7 مارس 2007

119. هشام جبر، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، بحث مقدم إلى الملتقى العالمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 9-8 ماي 2005

#### IV. المجالات:

120. إبراهيم الكراسنة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010
121. بلعزوز بن علي، **استراتيجيات ادارة المخاطر في المعاملات المالية**، مجلة الباحث، العدد السابع، 2010-2009
122. بن موسى كمال، **المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها**، مجلة الباحث، العدد الثالث، 2004
123. بوعلام بن جلال، يوسف عبد الله الزامل، **نحو إطار إسلامي للسوق المالية: تحليل نظري ورياضي لظاهرة المضاربة المالية**، مجلة جامعة الملك سعود، المجلد الرابع، العلوم الإدارية (2)، 1992م
124. جماز بن عبد الله السحيمي، **سوق الأسهم السعودية، مسيرة حافلة بالتطوير والانجازات**، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني (حريف 2002)
125. حمد محمد جابر الهاجري، **حكم الاكتاب والمتاجرة في أسهم الشركات المساهمة التي تمارس أعمالا مختلفة**، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد الخامس، العدد الثاني، جوان 2008
126. رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، **مقومات تطوير بورصة الجزائر**، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 05، ديسمبر 2010
127. زايد عبد السلام، **الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية**، مجلة علوم إنسانية، السنة السادسة: العدد 38: صيف 2008
128. سامي إبراهيم السويلم، **الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة الاقتصاد الإسلامي - المجلد العاشر -
129. سيف الدين إبراهيم تاج الدين : **نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم**، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مجلد 3، عدد 1، 1985
130. عبد الحفيظ محمد كريم، **الأدوات المالية: مفهومها وكيفية الاعتراف بها والإفصاح عنها في القوائم المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 39، حريف 2008
131. عبد الكريم قندوز المؤسسات المالية الإسلامية: واقعها، تحدياتها وكيفية مواجهة التحديات، مجلة علوم إنسانية، السنة الرابعة: العدد 33: ربيع 2007



132. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد الإسلامي، مجلد 30، عدد 2
133. عبد الله تركستاني، عبد القادر شاشي، محمد باطويح، جدوى التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد 22، 2008
134. عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق ( متقدمة، ناشئة)، مجلة العلوم الانسانية، العدد 45 شتاء 2010
135. محمد هاشم كمالي، تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 22، عدد 1، 2009
136. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07 /2009-2010
137. هيئة التمويل الإسلامي تنظم ملتقى التامين الثاني، مجلة المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 24 نوفمبر 2010
138. ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، "سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية \_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27) العدد 2005 (1)

#### V. التقارير:

141. التقرير الاقتصادي السنوي 2010 حول الدول أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، مركز أنقرة، تركيا
142. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 1999
143. تقرير مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية حول: المشاكل الاقتصادية للبلدان الأقل نمواً والبلدان غير الساحلية الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز أنقرة، تركيا، 2009



### I. Books:

1. Adeline Wong, **Essential Tax Planning Strategies in Malaysian**, CCH Asia Pte Limited, 2008
2. Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Butterworth Heinemann, first published, 2002.
3. CHERIF Karim, **La finance islamique : Analyse des produits financiers islamiques**, Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES, Économiste d'entreprise, Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE), 2-10-2008
4. Hassanali Mehran, Bernard Laurens, Marc Quintyn, **Interest rate liberalization and money market development: selected country experiences: proceedings of a seminar held in Beijing July/August 1995**, International Monetary Fund, 1996
5. Ibrahim Warde, **Islamic Finance in the Global Economy**, Edinburgh University Press 22 George Square, Edinburgh, the British Library, 2000
6. Juan Solé, International Monetary Fund, **Introducing Islamic banks into conventional banking systems, Numéros 2007 à 2175**, International Monetary Fund, 2007
7. Kabir Hassan, Michael Mahlknecht, **Islamic Capital Market : products and strategies**, John Wiley and Sons, 2011
8. Keat Gin Ooi, **historical Dictionary of Malaysian**, Scarecrow Press, United States of American, 2009
9. Khaled Hussein, **Islamic Indexes**, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, P.O. Box 9201, Jeddah 21432, Saudi Arabia
10. **Lexique la banque et des marchés financiers**, Dalloz 5<sup>e</sup> édition,
11. Michael G. Thomsett, **Put Option Strategies For Smarter Trading**, Pearson Education, 2010
12. Mohamed Ariff, Azmi Setapa and Elayne Yee Siew Lin, **Governance Re-invented: Progress, Constraints, And Remaining Agenda In Bank and Corporate Restructuring In Malaysian**, Par United Nations. Economic and Social Commission for Asia and the Pacific, United Nations Publications, 2001
13. Salman Syed Ali, **Islamic Capital Markets Products, Regulation and Development**, Islamic Research & Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 2008
14. SALMAN SYED ALI, **Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development**, Islamic Development Bank, Islamic

- Research & Training Institute Islamic Research and Training Institute, IDB Saudi Arabia.,2008
15. Simo Archer, Rifaat Ahmed Abdel Karim, **Islamic finance : The Regulatory Challenge**, John Wiley and Sons, 2011
  16. Werner Ende, Udo Steinbach, **Islamic in the world today : a handbook of politics, religion, culture, and society**, Cornell University Press, 2010
  17. Zeti Akhtar Aziz, **Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000-2006**, Bank Negara Malaysia, Second Edition, 2006
  18. Zvi Bodie et Robert Merton, **Finance**, édition Francaise dirigée par Unristophe Thibierge, Pearson Education, deuxième édition
  19. Securities Commission, **Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council**, Second Edition, 2006

## II. Seminars, workshops: Conferences and forums:

20. Akhtarzaite Abdul Aziz, **Capital Market in Islamic framework : Malaysian Experience**, Working paper submitted in the annual scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges "Prospects and Challenges", College of Sharia and Law, University of United Arab Emirates, Dubai, United Arab Emirates, 6 - 8 March 2007,
21. Dato' Zarinah Anwar, **A Strong and Vibrant Financial Sector for Sustainable Growth –the role of Capital Markets–, The Investors Conference 2005**-in conjunction with the 30th Annual Meeting Islamic Development Bank 22nd June 2005
22. Jasri Jamal, Naaishah Hambali, Hasani Mohd Ali, **Islamic capital market and Shari'ah screening in Malaysia**, Conceptual paper present in the International Research Symposium in Service Management, Le Meridien Hotel, Mauritius, 24-27 August 2010
23. Jhordy Kashoogie Nazar, **Regulatory and Financial Implications of Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market**, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance
24. Med Akram Laldin, **Shariah Approved securities Screening process in Malaysia**, 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
25. Misnen Ardiansyah, M.Si, Abdul Qoyum, **Testing The Semi-Strong Form Efficiency of Islamic capital Market with response to information content of dividend announcement- a study in Jakarta Islamic Index**, International Conference on Management (ICM 2011) PROCEEDING

26. Ranjit Ajit Singh and Zainal Aznam Yusof, **Development Of The Capital Market In Malaysia**, AT10 Research Conference, 7-8 March 2000
27. Tai Boon Leong, Seminar on Strategies for Development of Islamic Capital Markets, Singapore, 7 June 2011
28. April Workshop - **Sukuk, Their Practical Applications and Challenges**, the National Skills Academy for Financial Services, London, 01 July, 2011
29. N. Kokularupan, **Expereince of Economies in Securitisation: Malaysian**, ASEAN+3 Workshop on the Rise of Asset Securitisation in East Asia, 7 - 9 November 2005

### III. Magazines and newspapers:

30. Aishath Muneeza, Ismail Wisham, Rusni Hassan, **The Paradox Struggle Between the Islamic and Conventional Banking Systems**, Journal of Asia Pacific Studies ( 2010) Vol 1, No 2
31. Aisyah Abdul Rahman, Noor Zahirah Mohd Sidek and Fauziah Hanim Tafri, **Macroeconomic determinants of Malaysian stock market**, African Journal of Business Management Vol.3 (3), pp. 095-106, March, 2009
32. Anouar Hassoue, **Quelle intégration de la finance islamique dans le système financier global? Quels enjeux pour la France?**, Moody's Investors Service, Paris, France, 14 mai 2008
33. François Guéranger, **finance islamique "une illustration de la finance éthique"**, Dunod, Paris, 2009
34. Lila guermas-sayegh, la religion dans les affaires : la finance islamique fondapol- la fondation pour l'innovation politique -, France, mai 2011
35. Mehdi Sadeghi, **Financial Performance of Shariah-Compliant Investment: Evidence from Malaysian Stock Market**, International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 20 2008
36. Mohamad Zaid Mohd Zin, **and others, The Implementation of Sukuk in Islamic Finance**, 2011 International Conference on Sociality and Economics Development, IPEER vol.10 (2011) IACSIT Press, Singapore,
37. Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, **THE ISLAMIC BONDS MARKET: POSSIBILITIES AND CHALLENGES**, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 3 No.1
38. Rosylin Mohd. Yusof, M. Shabri Abd. Majid, **Stock Market Volatility Transmission in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market**, J.KAU: Islamic Econ., Vol. 20, No. 2, pp: 17-35 (2007 A.D./1428 A.H.)
39. Salina H.Kassim, **Global Financial Crisic and Integration of Islamic stock markets in Developed and Developing Countries**, Institution of Developing Economies. Japan External Trade Organization, V.R.F. series, No. 461, December 2010

40. Stella Cox, **Developing the Islamic Capital Market and Creating Liquidity**, Review of Islamic Economics, international association for Islamic economics, Vol. 9, No. 1, 2005
41. Sudin Haron, **Towards Developing A Successful Islamic System: A Lesson from Malaysian**, Working Paper Series 003, Creating Dynamic Leaders, 2004,
42. Wan Sulaiman Bin Wan Yusoff Alfattani , **Malaysian Experiences on The Development of Islamic Economics, Banking and Finance**

#### IV. Educational Brochures & Reports:

43. Mughees Shaukat, **Introduction to Islamic Capital Market**
44. Abdu Rahmen Yousri Ahmed, **Islamic Securities in Muslim Countries' Stock Markets and an Assessment Of The Need For an Islamic Secondary Market**
45. Abdu Rahmen Yousri Ahmed, **Islamic Securities in Muslim Countries' Stock Markets and an Assessment Of The Need For an Islamic Secondary Market**, p6<sup>1</sup> Islamic Capital Market, Fact Finding Report, **Report of The Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions**, July 2004, p40
46. Azali Mohamed, **THE MALAYSIAN ECONOMY AND THE MONETARY POLICY: A Historical Review**
47. Azali Mohamed, **The Malaysian Economy and the Monetary Policy: A Hestorical Review**, Free Lecture Notes, 15 December 2000
48. **Best Practices in Islamic Stockbroking Services Undertaken by Participating Organisations**, Appendix I, 2007
49. BURSA MALAYSIA, **Islamic markets**
50. **development of Syariah-compliant Structured Investment Fund – The Malaysian experience**, AmanahRaya Investment Bank Limited Labuan
51. **Developments of Islamic Banking in Pakistan & Malaysia: An Analytical Review**
52. Islamic Finance Asia 2007 Singapore, **Understanding Liquidity Issues in Islamic Finance**
53. Mohd. Ma'sum Billah, **Islamic Capital Market in Malaysia "Regulations and Practices"**
54. MohdAzmi Omar, **Islamic Equity Market, Shariah Stock Screening & Preference Shares**, International Islamic University Malaysia, 2005
55. the source: Zaimah Zakarian, **The Development and Challenges of Islamic Money Market: Malaysia's Experience**, Head, Global Market RHB Banking Group
56. Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **The Evolution of the Islamic Capital Market in Malaysian**
57. Securities commission, annual report 2010

#### V. Web sites

58. <http://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2011-01-05-1.824457>
59. <http://www.global-islamic-finance.com/>
60. <http://www.malaysiaarab.com/forums/archive/index.php/t-843.html>
61. <http://www.arabicenter.net/ar/news.php?action=view&id=1112>
62. <http://finance.mapsofworld.com/finance/market/pakistan.html-06->
63. <http://om.s-oman.net/showthread.php?t=329903>
64. <http://sharee3a.com/vb/showthread.php?t=2914>
65. [http://www.addustour.com/ViewTopic.aspx?ac=%5CEconomy%5C2009%5C10%5CEconomy\\_issue742\\_day20\\_id183445.htm](http://www.addustour.com/ViewTopic.aspx?ac=%5CEconomy%5C2009%5C10%5CEconomy_issue742_day20_id183445.htm)
66. <http://www.alraimedia.com/Alrai/Article.aspx?id=261892&date=12032011>
67. <http://www.dralsherif.net/Book.aspx?SectionID=5&RefID=377>
68. <http://www.mcca.com.au/docs/Sharia%20INfo.doc>

الملاحق

الملحق (1-2): أسواق الأسهم في دول منظمة المؤتمر الإسلامي (جوان 2010)

BMI % (YTD)	مؤشر سوق واسعة <b>Broad Mkt Index-BMI (June 2010)</b>	رسملة السوق كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (%)		رسملة السوق (مليون \$)		عدد الشركات المدرجة		التأسيس	البورصة
		2010	2000	2010	2000	2010	2000		
3.3	(TASI) 6324	1.81		327,608	67,166	143	75	2002	السعودية (تداول)
2.93	(KLCI) 1310	7.61	129.47	305,674	116,935	967	795	1973	البورصة الماليزية المحدودة
13.12	(Jak Composite) 2868	15.83	16.26	245,631	30	391	290	1992	سوق اندونيسيا للأوراق المالية
6.81	(ISE 100) 56421	5.67	34.96	240,212	69,659.	339	315	1985	سوق اسطنبول للأوراق المالية
0.33	(QE Index) 6982	13.73		100,148	5,152	43	24	1997	سوق الدوحة للأوراق المالية
-6.8	6529	-1.4	56.33	93,102	19,848	215	86	1962	سوق الكويت للأوراق المالية
1.23	(CASE) 6285	-18.25	28.12	73,273	30,791	279	1,071	1903/1888	البورصة المصرية (الإسكندرية/القاهرة)
16.45	MADEX 9856	1.03		65,504	10,875.	76	54	1929	بورصة الدار البيضاء
-2	2511	4.84		61,290	-	64	-	2000	سوق أبوظبي للأوراق المالية
0.4	46934	-		60,292	-	363	304		سوق طهران للأوراق المالية
0.94	1528	-11		56,229	5,871.	66	-	2000	سوق دبي للأوراق المالية
22.56	25527	28.97		39,477	4,237	215	195	1977	بورصة نيجيريا
0.9	(KSE 100)9471	-4.66		31,134	-	605	762	1947	بورصة كراتشي (باكستان)
1.9	2887	-8.1		30,448		511	-	1974	بورصة لاهور (باكستان)
-7.57	2342	-10.12	17.43	28,150	4,943	258		1999	بورصة عمان
-17.26	(KASE)1463	-23.83		17,258	1,342	79	-		بورصة كازاخستان
-9.1	(MSM30) 6100	-4.73		16,794	3,518	132	131	1988	سوق مسقط للأوراق المالية
-4.08	BHSE All 1399	-6.7		14,929	6,624.4	43	41	1989	سوق البحرين للأوراق المالية
13.76	DUAE Index	-10.4		13,366	-	5	-		نازدك دبي
-1.6	1541	3.23		11,461	1,583.	12	13	1920	بورصة بيروت
15.84	4972	-0.01		8,737	2,809	54	44	2003	بورصة تونس
-9.1	(SASE) 957	13		5,621		524			ساراجيفو Sarajevo
139.24	Gen Index 6252	131	2.61	4,970	1,165	292	241		داكا للأوراق المالية (بنغلاديش)
9.3	776	9.7		2,877	-	873	-		Banja Luka
-22.6	Pasisi Index 489	-18.7	8.98	2,364	-	41	24		سوق فلسطين للأوراق المالية
109	114	2.9		2,090		43	-	2004	بورصة العراق
-	-	-		1,810	-	14	-	2009	سوق دمشق للأوراق المالية
-8.2	89.1	-69.9		62	-	8	-		Kyrgyz Stock Exchange

Source: - DinarStandard & Islamic International Rating Agency, Research Brief, Pulse of the Organization of Islamic Conference (OIC), Islamic Capital Markets, p8

- Cooperation Among The Stock Exchanges of the OIC Member Countries, Journal of Economic Cooperation, 27-3 (2006), pp134, 135



الملحق (2-2): تطور القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

( مليون دولار أمريكي )

تركيا		باكستان		ماليزيا		البحرين		
% من إجمالي	القيمة السوقية الإسلامية	% من إجمالي	القيمة السوقية للأسهم الإسلامية	% من إجمالي	القيمة السوقية للأسهم الإسلامية	% من إجمالي	القيمة السوقية للأسهم الإسلامية	
---	---	---	---	---	---	6.13%	411.8	1998
---	---	---	---	48.00%	70,082.4	6.46%	462.7	1999
---	---	---	---	54.70%	65,129.3	9.77%	647.3	2000
---	---	---	---	59.20%	75,131.6	9.30%	612.9	2001
---	---	---	---	57.55%	76,426.3	7.98%	603.2	2002
---	---	42.72%	7,007.7	57.70%	102,926.3	6.40%	621.2	2003
12%	11,700	51.78%	14,824.3	---	---	---	---	2004

Source: Salman Syed Ali: **Islamic Capital Markets Products, Regulation and Development**, Islamic Research & Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 2008,p23

الملحق (2-3): مجموع إصدارات الصكوك (السيادية، غير السيادية، الشركات)، بجميع العملات،

(2001 - 2010)

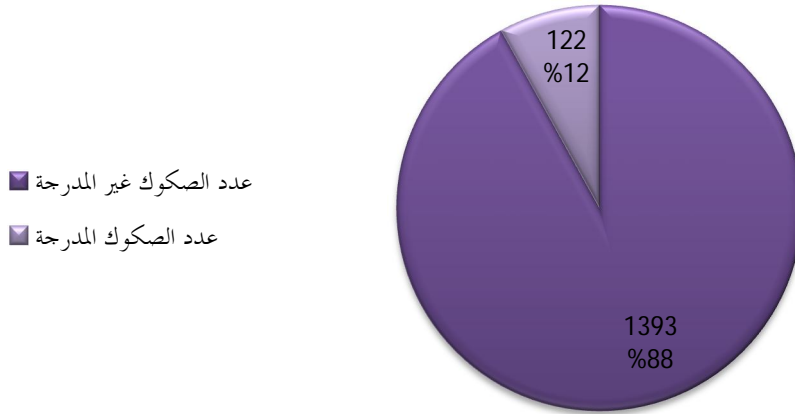
% إلى إجمالي القيمة	القيمة (مليون دولار أمريكي)	عدد الإصدارات	البلد
58.51%	115393.76	1592	ماليزيا
16.33%	32201	41	الإمارات العربية المتحدة
7.78%	15351.88	22	السعودية
6.62%	13057.713	22	السودان
3.19%	6291.69	125	البحرين
2.36%	4658.5	70	اندونيسيا
1.75%	3447.207	35	باكستان
1.27%	2500.79	6	قطر
0.80%	1575	9	الكويت
0.60%	1175.91	21	بروناي دار السلام
0.39%	767	3	الولايات المتحدة الأمريكية



0.14%	271	2	بريطانيا
0.10%	191.96	5	سنغافورة
0.06%	123	1	ألمانيا
0.05%	100	1	تركيا
0.05%	100	1	اليابان
0.00%	2.086	7	غامبيا
100.00%	197208.496	1963	المجموع الإجمالي

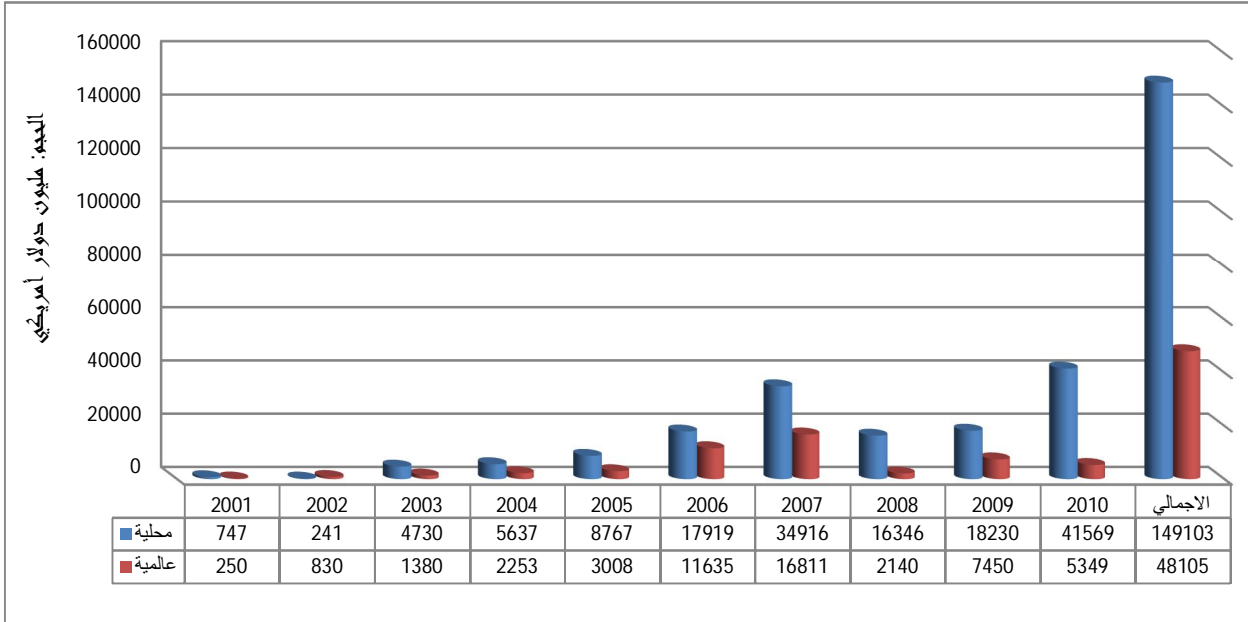
Source : Ijlal Ahmed Alvi , **Islamic Capital Market Overview & Role of Sukuk**, Islamic Finance – A Paradigm Shift In Africa 28th – 29th March 2011 Crowne Plaza Hotel, Nairobi, Kenya, p14

الملحق ( 2-4): عدد الصكوك المدرجة وغير المدرجة في دول (OIC) خلال شهر جوان 2010



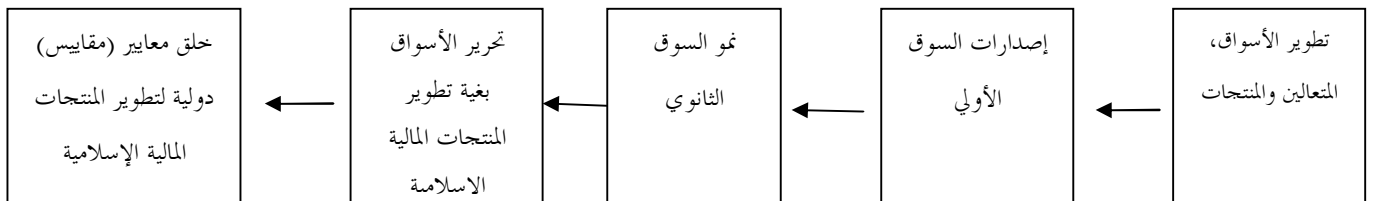
Source: DinarStandard & Islamic International Rating Agency, Research Brief, Pulse of the Organization of Islamic Conference (OIC), Islamic Capital Markets, p6

الملحق (5-2): إجمالي الصكوك المصدرة (سيادية، شبه سيادية، إصدارات الشركات) بكافة العملات خلال الفترة 2010-2001



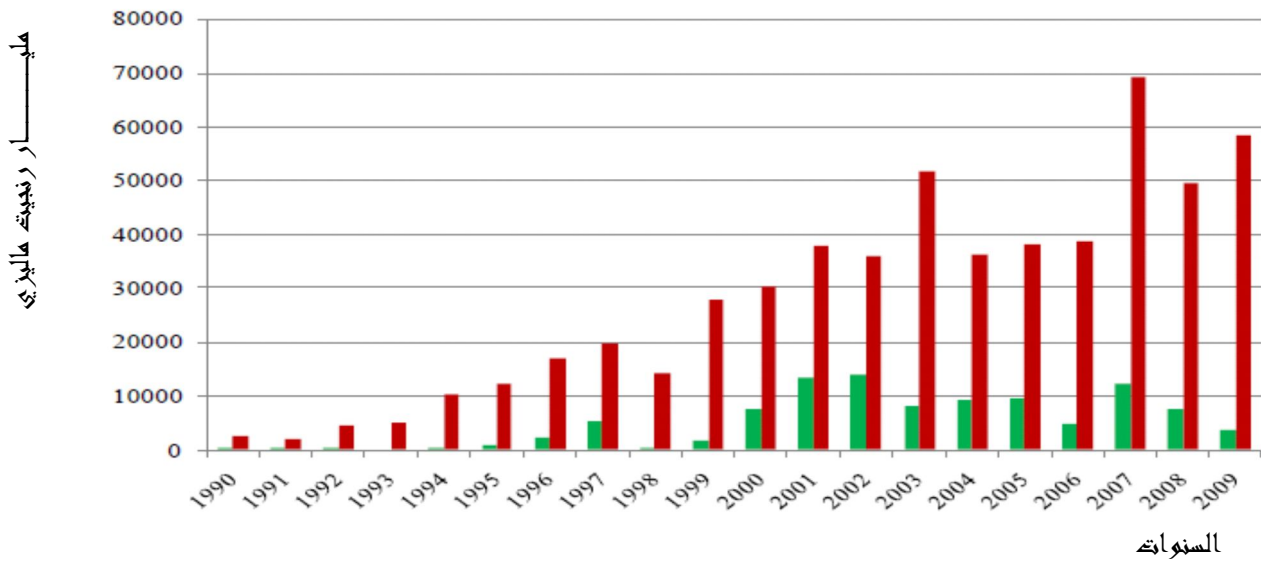
المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى الملحق (5-2)

الملحق (1-3): تطور صناعة التمويل الاسلامي في ماليزيا



Source: Wan Razazila Wan Abdullah and all, The Evolution of The Islamic Capital Market in MALAYSIAN, Op-Cit, p8

الملحق (2-3): تطور إصدار السندات في ماليزيا (1990-2009)



السندات الإسلامية ■ إجمالي الإصدارات الجديدة من أدوات الدين ■

Source: MOHD RAHIMIE BIN ABD KARIM, **Analysing The Characteristics and Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The MALAYSIAN Case**, Thesis submitted in fulfilment of the requirements for the award of the degree of Doctor of Philosophy in Islamic Finance and Investment at the School of Government and International Affairs, Durham University, p100