الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

المرجع : ...../2019

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

أثر الأدوات المالية الإسلامية على السوق المالي دراسة حالة سوق ماليزيا خلال الفترة 2005-2016

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د)

تخصص " إدارة مالية "

إعـداد الطلبة:
- مواجي إيمان
- ساعد بخوش حسينة

تحت إشراف:
د. بوسالم أبو بكر

لجنة المناقشة

اسم ولقب الأستاذ	الجامعة	الصفة
د. لطرش جمال	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	رئيسا
د. بوسالم أبو بكر	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مشرفا ومقررا
د. بوطلاعة محمد	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مناقشا

السنة الجامعية 2019/2018

بسم الله الرحمن الرحيم

قال تعالى:

"وما أوتيتم من العلم إلا قليلا ".

سورة الإسراء الآية 85.

شكر وتقدير

نشكر الله سبحانه وتعالى ونحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه.

كما يحب ربنا ويرضى على فضله وأنعمه التي لا تعد ولا تحصى.

مصداقا.

لقوله تعالى "وإن تعدوا نعمة الله لا تحصوها إن الله لغفور رحيم ".

سورة النحل الآية 18.

كما نتقدم بأسمى عبارات الشكر والثناء لأستاذي المشرف " أبو بكر بوسالم".

ونتقدم بالشكر الجزيل للجنة المناقشة على تفضلهم بالموافقة على مناقشة المذكرة.

ولا يفوتنا أن نتقدم بخالص شكرنا وتقديرنا لكل من قدم لنا يد العون والمساعدة وساهم من قريب أو بعيد، ماديا أو معنويا لإتمام هذه المذكرة.

إيمان – حسينة

الإهداء:

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بجلاله وكماله وعظيم سلطانه ، والصلاة والسلام على من أنزل عليه القران فقام به حق قيام سيدنا محمد صلى الله عليه وعلى اله وسلم تسليما كثيرا...

وعلى اله وسلم تسليما كثيرا.

إنه لا يسعنا في هذا المقام إلا أن نهدي ثمرة جهدنا .

إلى

من قال فيهما الله عز وجل.

"وبالوالدين إحسانا "

بحر الحنان ، ريحانة الدنيا ونور عيناي أمي.

حفظها الله لي.

الذي لم يبخل علي يوما ، الشمعة التي تضيء دربي أبي.

حفظه الله لي.

إلى أحب الناس إلى قلبي إخوتي وأخواتي.

وكل أساتذتي في كل المراحل.

وكل صديقاتي.

كل من نسينا ذكره.

كل من يقضي شبابه في نهل العلم.

مطلع المعجزات الجزائر الحبيبة.

كل من قرأ هذه الأسطر.

أهدي هذا العمل المتواضع.

إيمان

إهداء

إلى أمي وأبي حبا وطاعة.

إلى إخوتي فاتح وسمية احتراما وطاعة.

إلى قرة عيني ابنتي مريم.

إلى خالي محمد مشجعي الدائم.

حسينة

ملخص

الملخص باللغة العربية

تتمثل أهمية البحث في موضوع الأدوات المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية من خلال ان التنمية الاقتصادية تعتمد في الأساس على الأفكار الجديدة والابتكار لتحقيق التكامل والكفاءة ، وتتحقق الهندسة المالية الإسلامية عند طرح منتج مالي شرعي جديد بنجاح تعتمده المؤسسات المالية الإسلامية ويلبي رغبات المستثمرين الباحثين عن هدا النوع من التمويل ، وتحتضنه السوق المالية الاسلامية الأمر الذي يؤدي لتحقيق أهداف اقتصادية نتيجة الابتكار مما يعزز القدرة على التنافس والتكيف والتوسع مع التغيرات والتحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية وتعيق تطويرها وتفعيلها.

وعلى هدا الأساس فان إشكالية الدراسة تتمثل في السؤال الرئيسي **ما هو اثر الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط السوق المالي؟**

تهدف هده الدراسة إلى إبراز دور الادوات المالية الإسلامية في تفعيل السوق المالي مع دراسة لتجربة للسوق المالي الماليزي.

تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، فصلان نظريان، وفصل تطبيقي سنحاول من خلاله دراسة السوق المالي الماليزي وعرض تجربته.

وتوصلت الدراسة إلا أن الأدوات المالية الإسلامية لها دور كبير في الأسواق المالية من خلال زيادة رسملة الاسواق المالية وزيادة عدد المتعاملين فيها ، بالإضافة إلى إضافة أدوات مالية جديدة، كما ساهمت هذه الأدوات في المحافظة على توازن السوق المالية وزيادة كفاءته.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي الإسلامي، الأدوات المالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية، الرسملة،السوق المالي الإسلامي الماليزي.

Résumé

L'importance de la recherche en matière Instruments financiers islamiques et les marchés financiers islamique par le développement économique dépend essentiellement sur des idées nouvelles et de l'innovation pour l'intégration et l'efficacitè ,vérifie l'ingènierie financière islamique le produit financier légitime de nouveau avec succès son adoption par des institutions financières islamiques répondait aux vœux des investisseurs à la recherche de ce institutions financières islamiques répondait aux vœux des investisseurs à la recherche de ce type de financement ,et adoption du marché financier islamique ce qui permettra datteindre les objectifs économiques du fait de l'innovation et la compétitivité de l'expansion et l'ajustement avec les changements et les défis auxquels les marchés financier islamiques et entravent le développement et la revitalisation

Sur cette base, la problématique de étude de la question principale : **Quel est l'impact des instruments financiers islamiques sur l'activation du marché financier?**

Le but de cette étude a mis en évidence le rôle de produits financière islamique a crèer et a appuyer des marchès financiers islamique avec l'ètude de l'expèrience du marchè financier Malaisienne.

A la rèparations de cett étude a Trois chapitres, Deux chapitres de la thèorie de la sèparation systèmatique essaierons au cours de la quelle étude de marché financier malaisienne .

Les mots clés:

Marché financier islamique, produits financiers islamique, ingénierie financier islamique, marché financier islamique malaisien.

مقدمـة

مقدمة:

تمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية ومحركا للنمو الاقتصادي المعاصر من خلال ما توفر من مصادر التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، حيث أن نجاح الأسواق المالية وتطورها يعتمد إعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية المتداولة فيها ، فإن الأمر يستدعي تكثيف وتنسيق الجهود والعمل على تطوير وإبتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا أو تداولا، والتي من شأنها توسيع وتفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

فالسوق المالية الإسلامية، وبما يمكن أن تتضمنه من أدوات مالية إسلامية متنوعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية كالصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الإستثمار الإسلامية، بالإضافة إلى الأدوات الأخرى المستحدثة، أو حتى الممكن تطويرها مستقبلا، كعقود الخيارات وعقود المستقبليات والعقود الآجلة الإسلامية سوف تساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي والمالي الإسلامي، كما سيكون لها دور كبير في إحداث التنمية الاقتصادية المنشودة خاصة في البلاد الإسلامية .

يعتبر السوق المالي الماليزي من بين الأسواق المالية الناشئة التي لها مكانة معتبرة في آسيا، وهذا للتطور الملحوظ الذي حققته في الآونة الأخيرة، كما أنه يعد سوق جدير بالدراسة من قبل جميع الدول الإسلامية والعربية ، وتجربة ناجحة يمكن أن تستفيد منها مختلف هذه الدول من أجل نهوض وتطور أسواقها المالية ، ويلعب سوق رأس المال دورا كبيرا ومهما في ماليزيا لما يوفره من تمويل من أجل تنشيط مختلف القطاعات الاقتصادية وتحسين أداءها.

الإشكالية الرئيسية:

من خلال التوطئة السابقة يمكن أن نطرح إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو أثر الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2005-2016)؟

وتتفرع عن هذه الإشكالية للأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الإقتصادية في ماليزيا؟
- فيما يتمثل دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالي الإسلامي الماليزي؟
- كيف ساهمت الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي الماليزي؟

الفرضيات:

- ساهمت الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الإقتصادية في السوق المالي الإسلامي الماليزي.
- ساهمت صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط وتفعيل السوق المالي الإسلامي الماليزي.
- أدى التعامل بالمشتقات المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي إلى زيادة المخاطر.
- منتجات الهندسة المالية الإسلامية تساهم في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية من خلال خصائص منتجاتها التي تجمع بين المرجعية الشرعية والكفاءة الإقتصادية .

أسباب إختيار موضوع الدراسة:

- يندرج السوق المالي ضمن تخصص دراستنا.
- محاولة فهمنا لموضوع التمويل الإسلامي وفقه المعاملات المالية.
- الدور الذي تلعبه الأسواق المالية الإسلامية في دفع عجلة التنمية الإقتصادية في البلدان العربية الإسلامية.
- الرغبة في التعرف على الموضوع والتحكم أكثر في المفاهيم المتعلقة من الناحية النظرية.

أهداف الدراسة:

- توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الإقتصادية بشكل عام ، مع محاولة الوقوف على أثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي بشكل خاص.
- التعرف على أهم الضوابط الشرعية التي تحكم السوق المالية الإسلامية.
- الوقوف على أهمية الهندسة المالية الإسلامية ودورها في دعم وتطوير السوق المالية الإسلامية.
- التعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية.
- توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.

أهمية الدراسة:

- تعمل السوق المالية على توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع التنموية المختلفة، من خلال نقل الفوائض المالية من الوحدات ذات الفائض التمويلي في إطار نظام المشاركة.
- تعد السوق المالية الإسلامية من الضروريات لتطوير العمل المصرفي والمؤسسات المالية الإسلامية ومعالجة المشاكل التي تواجهها وتعرقل أداء نشاطها.

حدود الدراسة:

إقتصرت الدراسة على سوق ماليزيا، أما الحدود الزمانية كانت في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2016.

منهج الدراسة:

من أجل معالجة موضوع دراستنا إستخدمنا المنهج الوصفي لمعالجة الشق النظري، أما الجانب التطبيقي إعتمدنا على المنهج التحليلي فيما يخص دراسة تأثير الأدوات المالية الإسلامية على السوق المالي الإسلامي، حيث قمنا بالإعتماد على البيانات المالية للسوق المالي الماليزي لتقييم تجربة هذا السوق، والمنهج التاريخي لتتبع الظاهرة محل الدراسة عبر فترات زمنية والتي حددت بالسنوات مابين 2005 _ 2016.

صعوبات الدراسة:

واجهتنا مشكلة في إخراج الإحصائيات السنوية للأدوات المالية الإسلامية.

هيكل الدراسة:

من أجل الإجابة على تساؤلات الدراسة ، إختبار صحة الفرضيات والتوصل إلى الأهداف المحددة ، تم تقسيم هذا العمل إلى ثلاثة فصول تسبقها مقدمة للإحاطة بالموضوع ، وتليها خاتمة تضم النتائج المتوصل إليها.

حيث يتطرق الفصل الأول الذي وضع تحت عنوان الإطار النظري للسوق المالي الإسلامي، في المبحث الأول منه إلى ماهية السوق المالي وذلك بتحديد مفهومه ونشأته ووظائفه وأنواعه وكذا الأدوات المتداولة فيه ، ثم يتطرق إلى ماهية السوق المالي الإسلامي من خلال عرض مفهومه ونشأته ووظائفه وأنواعه وكذا مقومات وشروط إنشاءه، هذا فيما يخص المبحث الثاني، أما آخر مبحث في هذا الفصل فقد تطرق إلى تنظيم السوق المالي وأهم التحديات التي تواجهه بشكل واسع، والتي تشمل مكوناته وإجراءات تنظيمه والمشاكل والصعوبات التي تواجه إقامته.

أما الفصل الثاني الذي وضع تحت عنوان الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي فيتناول في المبحث الأول الهندسة المالية الإسلامية من خلال تعريفها وأهميتها وأهدافها وكذا تحدياتها ومناهج تطويرها، ثم يتناول أهم الأدوات الإسلامية من صكوك إسلامية وصناديق إستثمار إسلامية ومشتقات مالية إسلامية وذلك من خلال إبراز مفهومها وخصائصها، هذا في المبحث الثاني، أما آخر مبحث في هذا الفصل فقد تناول دور الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية .

أما الفصل الثالث والأخير المعنون ب: دور تطبيق الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية فيتناول المبحث الأول التجربة الماليزية في سوق رأس المال، وفي المبحث الثاني يتناول الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا وفي المبحث الثالث والأخير فيتناول دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية الإسلامية

تمهيد.

المبحث الأول: الأسواق المالية مفهومها ووظائفها وأنواعها.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ووظائفها.

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي ووظائفه.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: تنظيم الأسواق المالية الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها.

المطلب الأول: مكونات السوق المالي الإسلامي.

المطلب الثاني: إجراء تنظيم السوق المالي الإسلامي.

المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية:

خلاصة.

تمهيد:

عكف الإسلام على العمل لتوفير بيئة شرعية للسوق من خلال تحريمه للربا والغرر والاحتكار والاستغلال في السوق، ومن جهة أخرى شجع على المنافسة من خلال العمل بجد واجتهاد وفق طرق نزيهة تتوافق والمرجعية الشرعية لتحقيق الربحية وتعزيز الكفاءة الاقتصادية للمتعاملين.

المعاملات المالية الحاضرة الآن في الأسواق المالية التقليدية غير متوافقة والمبادئ الأساسية لفقه المعاملات المالية في الشرع ، إذ يغلب عليها القمار والربا والغرر والغبن والاستغلال وغيرها من الممارسات الأخلاقية ،وقد أدرك القائمون على هده الأسواق أن استمرار الوضع على حاله قد يؤدي للانهيار والاختلال في النظام المالي وزيادة أثر الأزمات المالية وتكرارها نتيجة للمعاملات السابقة وطبيعة العمليات المالية التي تتم في السوق المالية التقليدية.

تعد الأسواق المالية الإسلامية بديل كفئ للسوق المالية التقليدية ،فهي تقوم بنفس أدوارها بفعالية وأكثرها كفاءة ونجاعة مع تغطيتها لسلبيات السوق المالية التقليدية وإدارة المخاطر والتحوط منها عن طريق مبادئها والتركيز على حفظ حقوق المستثمرين والمتعاملين وحمايتهم من خلال ضوابطها وسنتطرق في هدا الفصل إلى :

المبحث الأول: ماهية السوق المالي.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالي الإسلامي.

المبحث الثالث : تنظيم الأسواق المالية الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها.

المبحث الأول: الأسواق المالية مفهومها ووظائفها وأنواعها.

تلعب سوق الأوراق المالية دورا حيويا في المجتمع ، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سداد احتياجاتها المالية بدور بارز ومحوري في توجيه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها هدا وتشهد سوق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة شكلت عاملا في جدب العديد من المستثمرين، وأتاحت فرصا للتعامل بمختلف الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ووظائفها.

يعمل السوق المالي على تجميع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، فما المقصود بالسوق المالي و ما هي أهم وظائفه؟ وهذا ما نحاول الإجابة عنه في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية.

- **يعرف السوق المالي بأنه:** الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع والخدمات و الأصول المالية.
- **أما أرشد فؤاد التيميمي فيعرفها بأنه:** الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار و ذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة أو القصيرة الأجل من خلال عملية المتجرة بأدوات السوق.[1]
- هو تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع إدخارات الشركات والحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية و غير الإنتاجية.[2]

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا الخروج بالتعريف الآتي :

السوق المالي هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بتوظيف فوائضها المالية لوحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار.

وللسوق المالي مجموعة من الخصائص نوجزها في ما يلي:

✓ ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة بحيث يشكل هدا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي .

✓ ارتفاع نسبة مساهمة بلد أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص فالقيمة الكلية للتبادلات الدولية .

[1] سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة 2014 ، ص14

[2] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2005، ص60.

✓ اعتماد شبكات الاتصالات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها ويغطي هدا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية و كافة الأسواق النظامية وغير النظامية.

✓ تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء جرى دالك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية واللاسلكية.

✓ مصدر تمويل للاقتصاد الوطني[1].

الفرع الثاني: نشأة السوق المالي.

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة مما يحفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة، وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع.

وتشير الوقائع إلا أن الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه.

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين الأسباب التي أدت إلى تكوين هده الأسواق وارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة، مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى ،حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى أن مكاتب الصرافة والصرافين في ايطاليا تحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فأندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع ، وبيع وشراء العملات ثم كتابة بوالص التامين ومن اسم هدا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لان اسم بورز بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية.

تم إنشاء أول سوق مالي في 1339 في بلجيكا و انتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 ثم الى باريس والى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية ، واكتشاف أمريكا الشمالية و الجنوبية ، وكدالك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي و الأسواق المالية ، حيث الاستثمار الكبير في شراء الأسهم بالشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية ، وعلى اثر دالك ارتفعت القيم الإجمالية للسوق المالي في باريس من 4 مليارات فرنك فرنسي عام 1850 إلى 35 مليار فرنك عام 1880 ، ثم احتلت البورصة في لندن و نيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق.

[1] مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة ماليزيا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة محمد خيضر ،بسكرة ، 2014، ص 17.

تعد الأسواق المالية الآن مقياسا للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية والأدوات الاستثمارية المتاحة.[1]

الفرع الثالث: وظائف وأهمية السوق المالي.

يؤدي السوق المالي مجموعة من الوظائف تتمثل أساسا في ما يلي:

- **تشجيع الادخار** : تشجع الأفراد والمؤسسات على الادخار ودالك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.
- **المحافظة على الثروة وتنميتها** :إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها ولاسيما وان الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل أنها على العكس تولد إرباحا وبدالك فإنها تساعد على ثروة من يقتنيها.
- **تسهيل الحصول على السيولة:** إن الأسواق وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات) وما شابه إلى نقد جاهز عن الحاجة إليه.
- **تسهيل الحصول على الائتمان:** والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم الشروط.
- **تسهيل المدفوعات:** بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات) وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.
- **المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار** : يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

✓ **التامين** : ضد نتائج بعض المخاطر ادا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتامين السيارات ....الخ وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.

✓ **التنويع** : أي تنويع مجالات الاستثمار عملا بالمبدأ القائل (لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة) وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع.

✓ **التحوط** :أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستقبل في اتفاق على بيع او شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلا) أو الأسهم أو سلعة معينة[2].

- **المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية:** وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود انه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فانه يلجا إلى أساليب منها

[1] دريد كامل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص ص 34، 35.

[2] زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص ص10،11.

إن يسحب جزء من الكتلة النقدية من أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية سندات وأذونات الخزينة ويبيعها بأسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضخ في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأدوات مالية أخرى.[1]

الفرع الرابع: أنواع الأسواق المالية.

تضم السوق المالية العديد من الأسواق التي يتم فيها التمييز فيما بينها وفقا للمعايير التالية:

أولا: أسواق رأس المال وأسواق نقدية وأسواق المشتقات المالية.

- **أسواق رأس المال** : هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وتعد من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار وهي من الأسواق الحاضرة التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مع تفنيد عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم والسندات في السوق المالي.
- **أسواق النقد:** هوداك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها أي إنها تحقق الأمان للمستثمرين، وتوفر لهم حاجاتهم من الأدوات قصيرة الأجل بهدف استغلال الفائض النقدي قصير الأجل او الحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع.
- **أسواق المشتقات المالية:** وهي أسواق العقود الفرعية المشتقة من عقود أساسية للأدوات الاستثمارية المتعددة كالعملات و النفط.

ثانيا: الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

- **السوق الأولية:** هو السوق الذي تنشا فيه العلاقة بين المدين والدائن او الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة، وبالتالي فهي الأسواق الذي يتم بواسطتها إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) مقابل دفع ثمن نقدي وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة وطويلة الأمد.[2]
- **السوق الثانوي:** هو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي و تعمل فيه المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول هده الأوراق وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وإدارة محفظة الأوراق المالية.[3]

وينقسم السوق الثانوي إلى سوقين هما:

---

[1] مونية سلطان، مرجع سابق، ص 16.

[2] فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية– الأسس النظرية والعلمية– ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008 ، ص ص 57،56.

[3] بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة قسنطينة ، 2007، ص 13.

- **الأسواق المنظمة:** التي تدعى البورصة ولها مكان مادي ملموس، يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعين الأوراق المالية من خلال عملية المزاد حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات.
- **الأسواق الغير منظمة :** ويطلق هدا المصطلح على المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة ولا يوجد مكان مادي لهده الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع مابين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، أي إن هده السوق يعتبر أسلوب لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات. [1]

وتتكون السوق الغير منظمة من:

- **السوق الثالث:** يمثل السوق الثالث جزء من السوق غير المنتظمة تتكون من سماسرة أو وسطاء غير أعضاء في السوق المنظمة، وعلى الرغم من انه لهم الحق في التعامل بالسوق المنتظمة يعملون كصناع سوق في مجموعة من الأوراق المالية وهؤلاء السماسرة على استعداد للبيع والشراء من محافظهم إذ تمثل بيوت السمسرة هده أسواقا مستمرة على استعداد دائم لشراء تلك الأوراق أو بيعها إما بشكل طلبيات صغيرة تقل عن100 سهم، أو طلبيات كبيرة.
- **السوق الرابع:** يشمل هدا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الدين يتعاملون فيما بينهم في شراء أو بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة يتم اللقاء من خلال وسيط يجمع بين الطرفين ولا يقدم استشارة، ويعمل بكافة الأوراق المالية المتداولة بجميع الأسواق، والعمولة فيه منخفضة تبرم فيه الصفقات بسرعة في السوق الرابعة كما يتم عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة اقل. [2]

ثالثا : الأسواق الحاضرة والمستقبلية.

- **الأسواق المالية الحالية:** وهي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري، وبالتالي هي تتسم بنوع من التأكد اليومي لظروف الأسواق المعنية.
- **الأسواق المالية المستقبلية:** وتعرف هذه أيضا بأسواق المشتقات المالية Financial Derivative Markets، ذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من (أو تأثيرها بـ) أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات). وهنا عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة وإن هناك عدة أنواع معروفة، نذكر منها:
  - ✓ عقود الخيارات Options
  - ✓ الحقوق المتداولة Negotiable Warrants

[1] محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية - دار النفائس للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص36.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، الأردن، 2013، ص147.

✓ عقود المستقبل The Futur Contracts

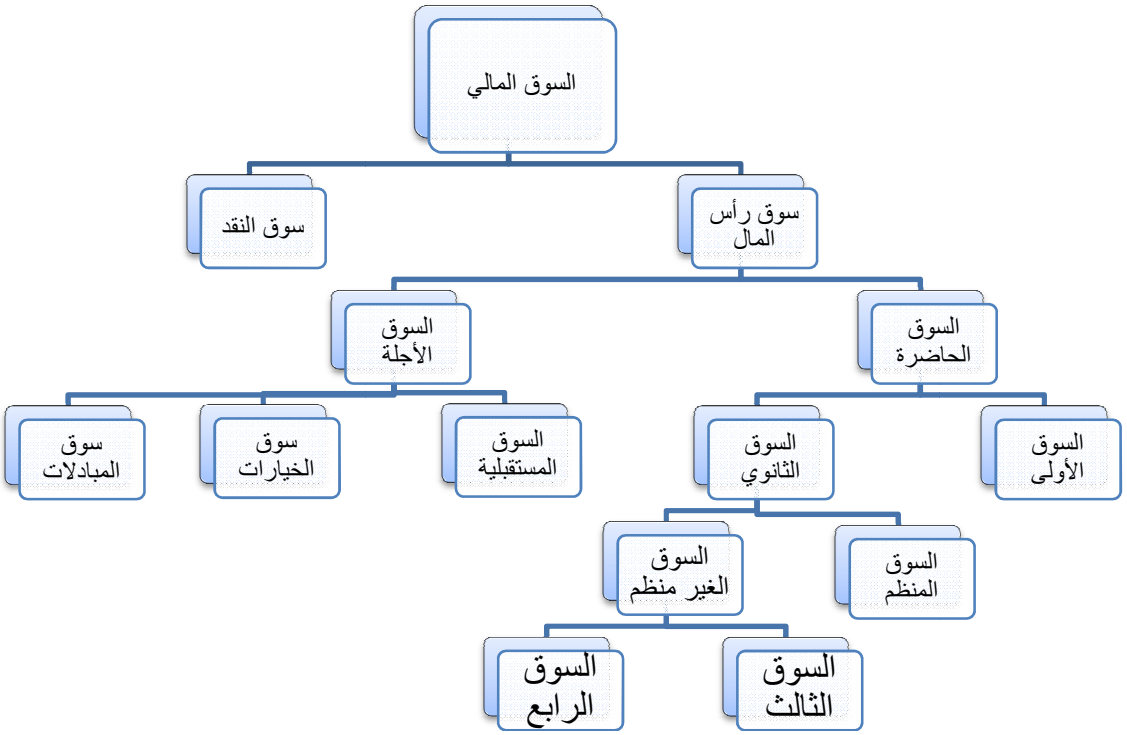
✓ المقايضات Swaps.[1]

رابعا: الأسواق المحلية والدولية.

•**السوق المحلية:** ويقصد بها تلك السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية للمنشات والهيئات في الدولة التي يوجد بها السوق.

•**السوق العالمية:** ويقصد بها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعا في الأوراق المالية التي تصدرها منشئات الأعمال وهيئات محلية، أما المفهوم الواسع للسوق الدولية فيكون فيه تواجد للمستثمرين و الأوراق المالية من دول أخرى.[2]

الشكل رقم (01): يوضح أقسام السوق المالي.



المصدر: من إعداد الطالبات

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي.

يتطلب إنشاء سوق الأوراق المالية وجود ثلاث أركان رئيسية والتي بدورها تتضمن مجموعة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء والشركات التجارية والأفراد (المقرضين والمقترضين والوسطاء) إذ تشكل تلك المجموعات الركائز الأساسية لهده السوق، فتطور هده الركائز يعني تطور السوق، وازدهارها طالما هده المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة، فهي تلعب دورا فعالا في إحداث التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق فيما بينها.

[1] هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى ، الأردن، 2009، ص ص 64،65.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2012، ص 689.

الفرع الأول: المتدخلون في السوق المالي.

فهناك طريقتان للتمويل وهما التمويل المباشر إذ تلتقي الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي التي يطلق عليها (المقرضون) مع الوحدات ذات العجز (المقترضون) هذه الأخيرة تقوم بإصدار حقوق مالية على نفسها تسمى أصول مالية وبالمقابل فان وحدات الفائض تقوم بشراء هده الأصول من خلال سوق الأوراق المالية.

أما الطريقة الثانية، فهي التمويل غير المباشر، إذ يتم فيها تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى المؤسسات المالية الوسطية (مؤسسات الادخار والاقتراض وشركات التامين والمصارف...الخ) وبالمقابل تحصل على أصول مالية مقدمة من هده المؤسسات تدعى بالأصول غير المباشرة، وبعدها تقوم المؤسسات المالية الوسطية بتمويل وحدات العجز المالي (المقترضين) في مقابل إصدار أصول مالية غير مباشرة إليها.[1]

- **الوحدات الاستهلاكية والوحدات الإنتاجية** : حيث يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق المالي في اتجاهين ،أولاهما تعد هده الوحدات مصدرا مهما من مصادر الادخار، الثاني أنها تعد مستخدما أو مقترضا للأموال لإغراض الاستهلاك في حين ان الوحدات الإنتاجية هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية والتي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى وفي كلتا الحالتين تحتاج هده الوحدات الكبيرة لمصادر مالية لتمويل استثماراتها، كذلك تعد مصدر الادخار ولكن ليست بنفس الأهمية التي تحتلها الوحدات الاستهلاكية في هدا المجال، وهكذا فان الوحدات الإنتاجية تحتاج الدخول سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدرا للادخار.
- **الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية** :تشمل هده الفئة على المؤسسات التي تعمل في مجال النقد كالمصارف التجارية و مؤسسات الائتمان والادخار ومؤسسات الإقراض والاستثمار في المشروعات التجارية والصناعية وتأسيسها وإدارتها بالإضافة إلى مؤسسات مالية تقدم خدمات مالية ، ووسطاء بيع الأوراق المالية بالإضافة إلى شركات التامين بأنواعها وسماسرة سوق الأوراق المالية.[2]
- **البنك المركزي:** يعتبر البنك المركزي من المشاركين أو الأركان الأساسية في السوق المالي، وذلك من خلال قيامه بعمليات السوق المفتوحة أو بيع أو شراء العملات الأجنبية لدعم العملة المحلية كما قد يشتري البنك المركزي العملات الأجنبية لدعم البنوك المحلية وتزويدها بحاجاتها من العملات الأجنبية لتمويل الاستيراد، كما يقوم البنك المركزي ببيع وشراء بعض الأوراق المالية مثل ايدعات الخزينة، شهادات الإيداع سندات الدين العام ، ودلك لتخفيف من حدة التضخم أو الكساد.[3]

---

[1] جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 8.

[2] عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 132.

[3] قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص ص 20، 21.

الفرع الثاني: أوامر السوق المالي.

تحتل أوامر البورصة أهمية كبيرة بالنسبة للتعاملات بالأوراق المالية في البورصات لان هده الأوامر سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء هي بمثابة المركز أو النواة في العملية القانونية للتعامل بالأوراق المالية في البورصة لأنه قد يترتب على تنفيذها أثار قانونية من تحويل أو نقل ملكية من البائع إلى المشتري ويتطلب في البدء أن يصل أم من المستثمر إلى الوسيط المرخص قانونا للقيام بتنفيذ هدا الأمر والدي يتم في ضوئه بيع أو شراء الورقة المالية المحددة في أمر البورصة.

أولا: تعريف أوامر السوق المالي.

الأوامر هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهدا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الآمر، وتعتبر هده المعلومات أساسية عند تحيد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من الوسيط لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفد بطريقة جيدة من طرف الوسيط ،وهدا الأخير له صلاحية تنفيذ الأوامر.[1]

ثانيا: أنواع وأشكال الأوامر.

لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو الشراء و يتوقف تحديد الأسعار التي تعقد بها الصفقات أو العمليات على العرض والطلب بين أوامر الشراء و أوامر البيع في البورصة وتتنوع أوامر العملاء من حيث مصادرها وقيمتها فهناك أوامر بمبالغ كبيرة من شركات التامين والبنوك وصناديق الاستثمار، وهناك أوامر بقيمة اقل من الأفراد وعملاء البنوك، كما تتنوع أوامر العملاء من ناحية السعر المطلوب من تنفيذ العملية به فيمكن أن لا يحدد سعر معينا وإنما حد أقصى إذا تعلق الأمر بالشراء أو حد ادني إذا تعلق الأمر بالبيع ، ويجب أن تتضمن الأوامر العناصر التالية :

- ✓ تحديد الأوراق التي يراد التعامل بها؛
- ✓ مقدار الأوراق المالية المراد التعامل عليها بالبيع او الشراء؛
- ✓ تحديد الثمن؛
- ✓ المدة التي يتعين تنفيذ الأمر خلالها.

- **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** ونميز بين:

✓ **أوامر السوق** : إن الأوامر بسعر السوق هي الأوامر التي تعطى للوسطاء من دون تحديد السعر وهي تنفد وفقا لشروط السوق فالأمر بسعر السوق لا يترافق مع أية إشارة للسعر، أي أن البائع والشاري لا يشير

[1] بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2005، ص52.

بتاتا إلى السعر، والأمر يجب أن ينفد أيا كان السعر المسعر، وإذ وصل الأمر إلى البورصة قبل افتتاحها يجب أن ينفذ عمد ذلك بالكامل.[1]

✓ **الأوامر المحددة:** تختلف طبيعة هدا الأمر حسب نوع القيد الذي يصنعه العميل على السمسار اد يشمل هدا القيد سعر التنفيذ فقط هدا يعني أن السمسار يكون ملزما بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر و يكون مسؤولا عن عدم التنفيذ إذا اخل بهذا الشرط.[2]

- **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** يكون الفاصل الزمني هو المحدد الأساسي لهدا النوع حيث نميز بين:

✓ **أوامر محددة بيوم، بأسبوع أو بشهر:** يستمر الأمر للمدة المحددة في التعامل، إذ هو ساري المفعول حتى يتم انتهاء المدة المحددة أو تنفيذه، آو إيقافه من طرف المستثمر، ويعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأمور شيوعا، إذ يضل الأمر ساريا لما تبقى من ساعات في اليوم، وغالبا ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة بان دالك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعينة، وتعتبر أوامر السوق أوامر بطبيعتها أوامر يومية نظرا لعدم تحديد سعر معين للتنفيذ، أما الأمر الأسبوعي فيضل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، وأخيرا الأوامر الشهرية والتي تنتهي مع نهاية التعامل في أخر يوم للتعامل من الشهر الذي يتم فيه إصدار الأمر.

✓ **الأوامر المفتوحة:** يقصد بالأمر المفتوح دالك الأمر الذي يضل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغاءه وفي حالة ما إذا طالت الفترة على تنفيذه ينبغي على المستثمر تجديد هدا الأمر، نظرا لارتباطه بمخاطر النسيان من طرف المستثمر ومخاطر تغيير المعلومات بالإضافة إلى الأولوية البيع الأولوية في التنفيذ، فقد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشان الشركة التي أصدرت الورقة، فانه تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة، وإذا ما وصلت السوق معلومات كان من شانها إن انخفضت القيمة السوقية للورقة حينئذ ستستفيد من أوامر الشراء المحددة فقط لا تتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة.[3]

- **الأوامر الخاصة:** نجد في هذا النوع ما يلي:

✓ **أمر الإيقاف:** يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين وتعداه وفي هدا الصدد يوجد نوعان أوامر تتعلق بالبيع وأخرى تتعلق بالشراء، ففي أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بان يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه. نستنتج أن أمر الإيقاف يعتبر وسيلة لتفادي الخسائر أو التقليل منها سواء تعلق الأمر بأوامر البيع أو الشراء.[4]

---

[1] زيد حياة، ودور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم-دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2014، ص30.

[2] زياد رمضان ،مرجع سابق، ص15.

[3] جابو سليم ، مرجع سابق، ص36.

[4] لطرش سميرة ،كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير –،جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2010 ، ص54.

✓ **الأوامر المحددة للإيقاف:** تعتبر هده الأوامر امتداد لأوامر الإيقاف، إذ أنها تقلل من تأثير ظروف عدم التأكد فيما يتعلق بسعر التنفيذ عند تجاوزه لسعر الإيقاف كما هو في حالة أمر الإيقاف، إذ تعطى أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، إذ يقوم المستثمر بوضع حد أقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، أو حد ادني للسعر في حالة الأمر للإيقاف بالبيع، على أن ينفد السمسار الصفقة بدالك السعر أو أحسن منه.

✓ **أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه، فان الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسمسار الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته.[1]

- **نماذج أخرى من الأوامر:** هناك عبارات أخرى ترافق الأوامر في البورصة:

✓ **عبارة الكل أو لا شيء:** بموجب هدا الأمر يرغب التنفيذ بالكامل مع رفض التخفيض

✓ **عبارة بدون التزام:** المرفقة بالسعر الأفضل تلزم الوسيط بالبحث عن صفة مقبولة لا تحدث فجوات كبيرة بالأسعار.

✓ **عبارة للتقدير:** يعني الطلب من الوسيط المحافظة على السعر السابق ومراقبة ظروف السوق لتجنب الفروقات الكبيرة وبما يخدم مصلحة الزبون.

✓ **عبارة الحد الأدنى :** و بموجبه يحدد الزبون حد أدنى لتنفيذ الصفقة في حالة الشراء أو البيع.[2]

الفرع الثالث: التسعير في البورصة.

- **التعريف:** إن السعر سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء الجلسات في السوق المالية، والدي يسجل في لوحة التسعيرة بعد انتهاءها، و يعكس هدا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية.

- **طرق التسعير :**

✓ **طريقة المناداة :** تتم التسعيرة عن طريق المناداة ودلك بان يجتمع ممثلي جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هده الطريقة فان المتفاوضين يلجئون للإشارات.[3]

✓ **طريقة الإدراج:** تعتبر هده الطريقة كتابية سهلة، وبموجبها يتم توزيع مختلف الأسهم على الوسطاء الدين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في إدراج الاختصاصي الذي يحدد سعر توازن يلاءم أغلبية الأوامر.

---

[1] جابو سليم، مرجع سابق، ص 37.

[2] بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي -دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية- مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010، ص 91.

[3] بن أعمر بن حاسبين ، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقا يد تلمسان، 2012، ص ص62، 63.

✓ **طريقة الصندوق:** تستخدم هده الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة ومتنوعة، فيعمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ومن ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

✓ **طريقة الاعتراض أو المقارنة:** بمقتضى هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء عليها، وتؤدي هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من الورقة المالية، وحدود الأسعار المعروضة وبدالك يتحدد سعر التوازن.

✓ **التسعير بالمطابقة:** يتم العمل بهده التسعيرة عندما يلتقي احد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق احدهما بالبيع والأخر بالشراء والكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهدا بعد ان يتأكد الوسيط انه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

✓ **التسعير المستمر:** يتم تطبيق هده الطريقة في الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية ذات سيولة مرتفعة، إذ يتم التداول على مدار اليوم.[1]

الفرع الرابع: عمليات السوق المالي.

الواقع أن عمليات البورصة تتخذ صورا عديدة منها:

- **العمليات العاجلة:** وتسمى أيضا العمليات الآنية، ويتم تسليم الأوراق المالية فورا تمام الصفقة وسواء كان ذلك في السوق المنظمة أو غير المنظمة، وتكون في اغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر، أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح جلسة التداول.[2]
- **العمليات الآجلة:** لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق في هده الحالة لدى عقد الصفقة بل يتم دالك بعد فترة عند تاريخ التصفية ويوجد فيها عدة عمليات أجلة منها: العمليات ثابتة أو الباتة النهائية التي لا يمكن فسخها وإلغاءها بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها، وعمليات شرطية جزائية أو اختيارية ومنه فان هده العمليات تتخللها كثير من المخاطر المتعلقة بالأسعار وعدم القدرة على التنفيذ، لذلك حددت أو اشترطت أنظمة سوق الأوراق المالية على المتعاملين في السوق الآجلة إيداع تامين مالي لحين تنفيذ الصفقة نهائية ويسمى هذا التامين تامين التغطية.[3]

✓ العقود الباتة القطعية: هي العمليات التي يحدد تنفيذها بتاريخ معين يسمى موعد التصفية، يلتزم فيه الطرفان بدفع العوضين الثمن والأوراق المالية، وليمكنهما الرجوع في موضوع الصفقة أو العملية، إلا أن لهم الحق في تأجيل موعد التسوية النهائية إلى وقت لاحق.

✓ العقود الآجلة بشرط التعويض: وهده يشترط فيها احد طرفي العقد حق الخيار بين تنفيذ الصفقة أو إلغاءها ضمن شروط و قواعد تحددها الأنظمة المتعارف عليها في أسواق العقود الآجلة.

---

[1] جابو سليم، مرجع سابق، ص ص 34، 35.

[2] بن شعيب فاطمة الزهراء ، مرجع سابق ، ص 95.

[3] قط سليم، مرجع سابق، ص39.

✓ العقود الآجلة بشرط الانتقاء: ويكون في هدا النوع حق الخيار للبائع أو المشتري في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين فللعاقد الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو بالسعر الأدنى.

✓ المرابحة والوضيعة: يكون للمتعاقدين أخيار في طلب تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق، عندما يشعر المتعاقدون في السوق بأنهم لا يستطيعون تنفيذ الصفقة التي عقودها، ونظرا لتطور الأسعار خلافا لتطور الأسعار خلافا لتوقعاتهم.[1]

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

يصب استخدام الأموال في المشروعات الاقتصادية في قناتين أساسيتين هما رأس المال المستثمر وتمويل رأس المال العامل اد تستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال المستثمر في تمويل وشراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي، وتستخدم الأموال التي مصدرها رأس المال العامل في تمويل شراء الأصول المتداولة في النشاط التشغيلي، لدا تختلف أساليب التمويل في كلتا الحالتين، إذ يكون تمويل المال المستثمر لمشروع ما بأدوات تمويل طويلة الأجل، بينما يمول رأس المال العامل بأدوات تمويلية قصيرة الأجل.

الفرع الأول: الأوراق المالية التي تمثل أدوات ملكية (أسهم).

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول من وجهة نظر المستثمرين فيها وهده الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة المالية في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقبلة لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

- **تعريفها:** هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، يتمثل فيها حق المساهم في الشركة في أسهم رأسمالها، وتخول له بصفته هده ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها.[2]

السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعليه فحامل السهم هو شريك للمؤسسة.[3]

- **أنواعها:** يمكن تقسيم الأسهم إلى عدة أنواع:

من حيث الشكل: يمكن تقسيمها إلى:

✓ **أسهم اسمية:** وتصدر باسم صاحب السهم العادي وبالتالي فان نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو البورصة.

---

[1] احمد السعد ، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص ص 90، 91.

[2] محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 47.

[3] متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص ص 102، 103.

✓ **أسهم لأمر:** المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير.

✓ **أسهم لحاملها:** ليست باسم شخص معين وتنقل الملكية من يد إلى أخرى ومالكه هو الشخص الذي يحوز عليه في حينه.[1]

من حيث الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم وفقا إلى هذا المعيار إلى:

✓ **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي أو مخزونات وبراءات الاختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

✓ **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ،ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

✓ **أسهم مختلطة:** هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدا.[2]

من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: يمكن تقسيمها إلى:

✓ **الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا قرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها، وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.[3]

✓ **الأسهم الممتازة:** وهي وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدره المنشاة يحق لحاملها بما يعادل أسهمه، ملكية جزء من المشروع أي هي صك ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية يمتاز به، يتمتع بدخل ثابت.[4]

<u>الفرع الثاني: الأوراق المالية التي تمثل دين(السندات)</u>.

- **تعريفها:** هي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات والحكومات حيث يقوم المستثمر (المقرض) بالحصول على سعر فائدة محدد نظير إقراض أمواله لفكرة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض)على الأموال التي تحتاجها.[5]
- **أنواعها:** للسندات عدة أنواع نذكر منها ما يلي:

حسب الجهة التي تصدرها:

✓ **سندات حكومية:** يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم وينجذب

---

[1] فيصل محمود الشواوره ، مرجع سابق، ص 81.

[2] بوكساني رشيد ، مرجع سابق، ص 57.

[3] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، المجلد الأول، الطبعة الأولى ، الأردن، 2010، ص 100.

[4] علاء فرحان طالب وآخرون ،إدارة المؤسسات المالية -مدخل فكري معاصر -، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة العربية ،الأردن، 2013، ص197.

[5] عصام حسن، مرجع سابق، ص 78.

المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة أكثر من غيرها، وذلك للمميزات التي تتمتع بها تلك الأوراق، إذ عادة ما يتمتع عائده بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر إن يتحقق للأوراق المالية الأخرى.

✓ **سندات تصدرها منشآت الأعمال:** تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو إيقاف بين(المقترض) أو المستثمر(المقرض)، وبمقتضى هدا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معينا إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائده متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق.

كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.[1]

سندات من حيث الضمان:

✓ **السندات المضمونة:** وهذا النوع هو الأكثر شيوعا من غيره و التي تصدر بضمانة معينة أو برهن بعض أو كل موجودات المنشاة التي أصدرت السندات، وفي حالة إفلاس المنشاة أو عدم قدرتها على سداد قيمة الكوبون في أوقاتها المحددة أو بالكمية والمبالغ المتفق عليها، إن حملة السندات (المقرضون) يصرح لهم القانون برفع دعوى قضائية ضد تلك المنشاة لبيع وتصفية تلك الموجودات المرهونة واستعادة أموالهم أو معظمها إن أمكن.

✓ **السندات الغير مضمونة:** وهي السندات التي تصدرها المنشات دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو موجودات أو أية ضمانات أخرى، وهي ابسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حاملها، وعادة تقوم الشركات التي تتمتع بمركز مالي متميز وربحية عالية والتي لا تحتاج الى ضمانات أمام المستثمرين لغرض بيع وتسويق السندات، كما أن بعض الشركات الخدمية التي لا تتوافر فيها موجودات لغرض الرهن قد تلجا إلى هذا النوع من السندات لتوفير مصادر تمويل، وتتميز الشركات التي تصدر سندات غير مضمونة انها تتوفر لديه حرية اكبر في رهن موجوداتها للحصول على قروض جديدة او إصدار سندات إضافية مرهونة ادا لزم الأمر وعادة ما تحمل السندات الغير مضمونة أسعار فائدة اعلي من تلك المضمونة وذلك لارتفاع عنصر المخاطرة.[2]

<u>الفرع الثالث: الأوراق المالية الهجينة (الأسهم الممتازة).</u>

- **تعريفها:** هي أداة مالية هجينة تجمع بين صفات الأسهم العادية وصفات السندات.[3]

هي أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، وقد سميت أسهما ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في إن لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها.[4]

---

[1] عصام حسن، نفس المرجع السابق، ص 102.

[2] اسعد حميد العلي، الإدارة المالية -الأسس العلمية والتطبيقية -دار وائل للنشر، الطبعة الثانية ، الأردن ، 2012، ص ص 255، 256.

[3] شقيري نوري موسى، مرجع سابق ، ص 131.

[4] متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص148.

- **أنواعها:**

✓ **الأسهم الممتازة المشاركة:** هذا يعني أن هذه الأسهم تأخذ نصيبها من الأرباح أولا، ثم يأخذ نصيبا ثاني بعد توزيع الأرباح على الأسهم غير العادية، أما إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط.

✓ **الأسهم المجمعة للأرباح:** الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباح أو لم تعلن عن توزيعها في السنة.

✓ **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يعني هذا أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبقا إذا كان ينص عليها قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة فان الأسهم العادية تكون أحسن من الأسهم الممتازة إن يحولونها على أسهم عادية، إذا كان ينص عليه قانون الشركة.

- **الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح:** في هذه الحالة الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح أو العائد بحث يكون محدد مسبقا، وحتى في حالة ما ادا كانت الشركة لم تحقق أرباحا، فيتم التوزيع عليها أرباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.[1]

الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية).

- **تعريفها:** هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط من المخاطر بين الأسواق وأخيرا المضاربة.[2]
- **أنواعها:** توجد هناك أربع أنواع رئيسية للأوراق المالية المشتقة.

✓ **العقود المستقبلية:** يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحداهما أن يسلم للأخر أو يستلم منه، وبواسطة طرف ثالث الوسيط كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، يتم التعامل بهده العقود في سلع حقيقية مثل البن، السكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب، الفضة أو المالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية.

✓ **عقود المبادلة:** هو عقد يتم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وهناك نوعين أساسين من عقود المبادلة.[3]

✓ **العقود الآجلة:** وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفا العقد على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر التنفيذ للعقد، ومن هنا فان العقود الآجلة

[1] متولي عبد القادر، نفس المرجع السابق، ص149.

[2] شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص 165.

[3] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر-الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ،المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص9.

لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين.

✓ **الخيارات:** عقد الخيار هو عقد يمثل حق للمشتري (وليس التزام) في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين (سعر التعاقد أو سعر الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.[1]

[1] عبد الكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص 112.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية.

يختلف التمويل الإسلامي عن نظيره الربوي بتجنبه للممارسات الضارة كالمضاربة في الأسواق المالية، وتركيزه بدلا من ذلك على الاستثمار الخالق للثروة والنمو، ومن خلال هذا المبحث سنحاول التركيز على ماهية الأسواق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي ووظائفه.

تعد السوق المالية الإسلامية بأنها سوق قديمة المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية ، في ضوء الإسلام الذي اهتم بالأسواق لأنها كانت تشغل حيز كبير في حياة المسلمين ،حيث كانت تعتمد بالدرجة الأولى على التجارة والمبادلات التجارية فوضع لها ضوابط وحدود وفقه معادلات يثبت ممارسته ، وتقوم السوق المالية الإسلامية بجملة من الوظائف التي تحزم الصالح العام وترسخ مبدأ الشمولية.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.

سنتطرق لأهم التعاريف التي جاءت على السوق المالية الإسلامية

- **يعرفها الدكتور (SELMAN SAYED– ALI) بأنها:** السوق التي تقوم بجميع وظائف الأسواق المالية العادية وتلتزم بعملها بالضوابط الشرعية الإسلامية والتوزيع العادل للمنافع.[1]
- **يعرفها الدكتور (حطاب كمال) على أنها:** تعتبر فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من تقليل خسائره والمخاطرة وزيادة عائداته ، من خلال توزيع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية ، كما تحتل محطة هامة لإعادة تنقية وضع الأموال الحلال ، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة الطيبات في المجتمع.[2]
- **ويعرفها الدكتور (جاسم الفرس) السوق المالية الإسلامية:** بأنها وجود اقتصادي واجتماعي كذلك لها قيمتها التي تعطيها ملامحها وتنظم إليه عملها ، والوجود بعامة في المنظور الإسلامي تحكمه قيم ومبادئ كلية كبرى هي ، التوحيد ، التسخير ، الاستخلاف ، العدالة.[3]
- **ويعرفها الدكتور (أحمد السعد):** بأنها سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.[4]

---

[1] SELMAN SAYED –ALI '' islamic capital market products- devlopment and chellenges '' (islamic. development bank.irti) occasionan paper N° 9 ; jeddah ; saudi arabia 2005, P :5

[2] كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي ، المملكة العربية السعودية ، 2005، ص 2 .

[3] جاسم الفارس، السوق المالية في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي ، عمان ، الأردن ، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2011، ص 81.

[4] أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة – دراسة فقهية–، أربد ، الأردن ، دار الكتاب الثقافي ،2008، ص 19.

مما سبق نستنتج أن السوق المالية الإسلامية يتم فيها تداول الأدوات المالية التي تتوافق والمرجعية الشرعية ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية بيعا وشراء وهي السوق التي تتم فيها إبرام العقود والوساطة المالية بين المتعاملين والمستثمرين بغرض توفير السيولة وتعزيز الكفاءة الاقتصادية للمشاركين كل هذا من منظور إسلامي.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السوق المالي الإسلامي بجملة من الخصائص تتمثل في:

- سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة ، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات، وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة ، والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- إنها سوق خالية من الاحتكارات والرشاوي والمعلومات المضللة التي تؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية.[1]
- إنها سوق لا تكون أدوات الدين والإقراض في الغالب في تعاملاتها وإنما تشجع وتحفز على أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.[2]
- توفر التمويل اللازم المشروع لشركات المساهمة العامة دون الحاجة الاقتراض بفائدة أو إصدار أسهم عادية تشارك في الرقابة والإدارة.
- الحد من التضخم وذلك عن طريق مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة.
- المساهمة في التنمية الشاملة للبلاد عن طريق مشاركة المواطنين مع الدولة في مشروعاتها الإنمائية.[3]
- في سوق تعني السوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ.
- وجود الهيئات الشرعية الخاصة بالمؤسسات التي تقوم بمتابعة كل خطوة من خطوات النشاط المالي التي تقوم به مؤسساتهم وتقديم الإرشادات والتوصيات لهم للتأكيد من سيرها حسب أحكام الشريعة.
- وجود الهيئات الدولية المختصة لتطوير المعايير والإرشادات الشرعية للمؤسسات المالية.[4]

---

[1] كساب رقية ، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية –مع إشارة لتجربتي ماليزيا والسودان –، الملتقى الدولي الثالث ، الصناعة المالية الإسلامية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12–13 افريل ، ص 3.

[2] عديلة خنوسة ، إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية ، سوريا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية ، مركز ابحاث فقه المعاملات ، أكتوبر 2013 ص 3.

[3] محمد زيات سلامة البخيت ، السوق المالي الإسلامي صمام أمان لازمات المستقبل المالية ، الملتقى الدولي الرابع ، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي ، كلية العلوم الإدارية ، الكويت ، يومي 15،16 ديسمبر 2010، ص20.

[4] عمر محمد إدريس ، المال واستخداماته بوصفه أصلا في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة، جمعية دار البر ، الطبعة الأولى ، 2013 ص ص141،142.

الفرع الثاني: نشأة السوق المالية الإسلامية.

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية الإسلامية من خلال فكرة وطرح سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن محمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قيام البنك الإسلامي الأردني، الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم (13) سنة 1978 م ، ثم طرحت تركيا حقوقا للمشاركة لتحويل بناء حسر تعليق سنة 1984 م، إلا أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية .[1]

وذلك في ندوة الحركة الثانية في تونس سنة 1984 ، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرابحة ، واقتراح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي متخصصة في تحويل المرابحة، وتكون اسمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986 م ، الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال ، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في 1987/01/05 م، ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 1987/6/28 حيث طرحت كل منها أول إصدار لها سنة 1988 م.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق رأس المال لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات ، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي الذي عقد بدبي سنة 1406-1985 ما يلي:

كما طرح الفكرة المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي في بحث مقدم إلى ندوة عقدت بألمانيا في محرم 1409هـ أغسطس من سنة 1988 م،حيث قال من إن المطلوب ليس هو بدل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها ، بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثابتة لهذه الأدوات.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو بنوك إسلامية، وكذلك تأسيس سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين، وذلك بعد اتفاق وقعته مؤسسة نقد البحرين مع السلطات الرقابية في مركز لبوان المالي بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية بالسعودية في أكتوبر 1999 .[2]

[1] مفتاح صلاح ، سلطان مونيه ، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الاسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا) الجزائر ، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد 13، 2013 ، ص 271.

[2] سليمان ناصر ، كيف تكون في خدمة النظام المعرفي الاسلامي ، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف ، الجزائر، أيام، 25، 28، ماي 2003 ، ص 7،8.

الفرع الثالث: وظائف السوق المالية الإسلامية.

تعد وظائف السوق المالية الإسلامية تكميلا لوظائف السوق المالية التقليدية، غير أن السوق المالية الإسلامية جاءت بوظائف أخرى لخدمة الصالح العام ، وترسيخ مبدأ الشمولية تطبيقا لفقه المعاملات الإسلامية.

- توفر محفل دائم لخبراء السوق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك والتعرف على الاتجاهات والحلول الجديدة ، بهدف تعزيز المركز التنافسي للأسواق وتطوير البرامج الدائمة لعمليات السوق بما في ذلك إعداد الورقات البحثية، وتنظيم ورش العمل وإجراء التقييم الاقتصادي وصياغة الممارسات السليمة.
- وضع معايير تنافسية للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبد الحدود.
- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الاستشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل.
- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد ، حيث تعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث تقوم بدور عام في تعبئة وتشجيع المدخرات بكافة أشكالها وأجالها وإعادة توزيعها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة وأحكام الشريعة.
- تساعد على توزيع الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.
- تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.[1]
- تحديد الأسعار : تعتبر السوق المالية الإسلامية مكان تحدد فيه أسعار عناصر الإنتاج وبالتالي دخول أصحاب هذه العناصر، وتحدد فيها أسعار وكميات السلع المباعة ، الأمر الذي تحدد معه مستويات رفاه ويتمتع المستهلك بالسلع والخدمات وإيرادات المنتجين وهي حصيلة بيع منتجاتهم.[2]

وللسوق المالي الإسلامي أهمية كبيرة تتمثل في:

تتمثل الأهمية الأساسية للسوق المالية الإسلامية في أنها جاءت لتغطية قصور السوق المالية التقليدية وتصحيح انحرافاتها وتأهيلها وتلبية رغبات المستثمرين والأنظمة الإسلامية، وفيما يلي سنذكر أهم أدوار السوق المالية الإسلامية.

---

[1] احمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية، ،عمان ،الأردن ، جدار للكتاب الطلبي للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ،2008 ، ص275.

[2] منذر قحف ، الاقتصاد الاسلامي علما ونظاما، ص 55 على الرابط التشغيلي.

http// monzer kahf .com/ books/arabic/al-iqutisad-al-islami-ilman-wa-mizaman-pdj

- حشد الموارد المالية في العالم الإسلامي وتمكين الشركات والمؤسسات الإسلامية من الحصول على الموارد التي تحتاجها.
- تحقيق الضغط على موازنات الدول العربية لاسيما فيما يتعلق بالمديونية الخارجية ، من خلال جدب رؤوس الأموال الأجنبية بما ينشط أسواقها ويزيد من درجة سيولتها ،على اعتبار المستثمرين الأجانب يمثلون أهم الأطراف على الإطلاق لما لهم من خبرة في هذا المجال.
- وجود هذه السوق ساهم في تعبئة الادخارات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الاقتصادية لخدمة الاستثمار المحلي، بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة لتحقيق عوائد مجزية.[1]
- تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.
- إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي ومده بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي ، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.[2]
- إن صيغ التمويل الإسلامية تجدب ودائع ومدخرات ومساهمات كانت محبوسة بأيد ترفض التعامل بالربا ، كما تعيد توظيفها في أنشطة ومشاريع من شأنها أن تحقق تركمات رأسمالية تنتج سلع وخدمات نافعة وتوفر فرص عمل جديدة.[3]
- توفير المنتجات المالية الجديدة للبنوك الإسلامية والمؤسسات الإسلامية، من خلال إيجاد الأدوات المالية التي تعتمد في صيغها على العقود الشرعية مثل المضاربة والمشاركة والسلم وغيرها لتكون بديل لبعض العقود المشبوهة.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية الإسلامية.

تعد أنواع السوق المالية الإسلامية امتداد لأنواع السوق المالية التقليدية في الوظائف والأهداف وتختلف معها فقط فيما يخص نوع الأدوات والمنتجات المتداولة فيها، وفي هذا المطلب سنحاول التركيز على أهم أنواع الأسواق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.

يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى نوعين اثنين من حيث الأدوات المتداولة فيها كما يلي:

[1] حسان خبانة ، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية ، الجزائر ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة بسكرة ، فيفري 2014، ص12،13.

[2] عز الدين قطوش ، بوهلة هاجر ، الأطر التنظيمية والمنظمة للأسواق المالية الإسلامية ، الملتقى الدولي الثالث الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13-افريل ص 17.

[3] احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية ، طرابلس ، لبنان ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، 2006، ص151.

أولا : سوق النقد الإسلامي.

هو وسيلة للتمويل قصير الأجل وتوفير مصدر جاهز للأموال لوحدات العجز، وكمنفذ للاستثمار الفائض ويمكن لوحدات العجز أن تجمع الأموال من سوق النقد الإسلامي من خلال الاقتراض من البنوك، من خلال بيع الأوراق أو من قبل الاقتراض من البنك المركزي ويجب أن تكون الأدوات المستخدمة في هذا السوق متوافقة مع الشريعة الإسلامية ، أية أدوات مخالفة للشريعة تعتبر السوق باطلة من البداية .[1]

وتعمل سوق النقد الإسلامية على إدارة السيولة ، حيث تمكن المؤسسات المالية من التمويل والاستثمار اليومي قصير الأجل وهو ما يسمح لهذه المؤسسات بتلبية طلبات عملائها في أي وقت وبالتالي التغلب على الضغوط قصيرة الأجل، فسوق النقد الإسلامي يعطي المؤسسات المالية الإسلامية المرونة اللازمة لمواجهة أي نقص من السيولة قد ينشأ نتيجة لاختلاف توقيت التدفقات النقدية الداخلية والخارجية، كما تعد سوق النقد الإسلامي سوقا ثانوية لتداول سوق النقد، وحسب تفضيلات المشاركين في السوق يقوم هؤلاء ببيع أو شراء أدوات السوق حاليا الإصدارات الحكومية الاستثمارية وأدونات الخزينة الإسلامية، وأدوات الدين الإسلامية القابلة للتداول وشهادات الدين الإسلامي القابلة للتداول.[2]

ثانيا: سوق رأس المال الإسلامي.

هي سوق يتم فيها تداول أسواق الاستثمار على أساس توقعات ربح المنشآت ، والتي تعكس فيها المعدلات النسبية لربح الكفاءة النسبية للمنشآت، والتي تكون معدلات الربح فيها ليست بفعل الاختلال في السوق، يتم تخصيص الموارد المالية فيها لتمويل المشاريع ذات العائد الأعلى كما ستكون أسواق الأوراق المالية قادرة على تحسين تخصيص المدخرات، من خلال تجميع ونشر المعلومات المهمة ليسهل على المتعاملين المقارنة بين الفرص الاستثمارية ، مما يعكس الكفاءة في تخصيص الموارد كما هو متوقع من نظام يعمل على أساس إنتاجية الاستثمار .[3]

<u>الفرع الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.</u>

يمكن تصنيف السوق المالية من حيث الإصدار والتداول إلى :

[1] Hanudin Amin and othor '' the islamic money market ; '' jn book : islamic fenancial institution and markets chapler : 5 publisher : u k m malaysia ; march 2013 P 86.

[2] النظام المالي الإسلامي، المبادئ والممارسات، ترجمة كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، السعودية ، 2011، ص 60.

[3] محسن خان ، عباس مبرخوار ، الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي ، المملكة العربية السعودية ، الاقتصاد الإسلامي ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 14 ، 2002، ص 15.

أولا: السوق الأولية.

تعتبر السوق الأولية عنصرا مركبا رئيسيا لإنشاء السوق المالية الإسلامية وهي التي تسوق فيها الورقة المالية لأول مرة، مهمتها أن تجمع بين المدخرين والمستثمرين ليتم التبادل بين قطاع الأعمال وقطاع المدخرين.[1]

ثانيا: الأسواق الثانوية.

تعتبر الأسواق الثانوية أمرا ضروريا بالقيام الأسواق الأولية وللمدخرين وبدرجات متفاوتة لتفضيلاتهم للسيولة.

وهذا التفضيل قائم في النظام الإسلامي أيضا وان اختلف مداه وحجمه، وكلما كان بمقدور المدخرين بيع أوراقهم المالية وبسرعة وتكلفة منخفضة كانوا أكثر استعداد لتخصيص جزء أكبر من مدخراتهم للأدوات المالية طويلة الأجل

وتحتاج الأسواق الأولية والثانوية في النظام الإسلامي المدعم فاعل من الحكومة والمصرف المركزي لا في تأسيسها وتطويرها فحسب ، بل فالإشراف والمراقبة اللازمة لضمان التزامها بالأحكام الشرعية وفي حالة الأسواق الثانوية ، التي يحتاج التجار وصانعو السوق إلى دعم وإشراف المصرف المركزي ليعمل السوق بكفاءة.[2]

الفرع الثالث: مقومات عمل الأسواق المالية الإسلامية.

- **الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية** : إن هيكل السوق المالي الإسلامي مرتبط بتحريم الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وهي شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة بطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية.
- **الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي** : انتشار المضاربات الغير الأخلاقية من بعض المتعاملين في السوق المالي التقليدي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها، وليس بغرض الاستثمار أو الإسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور بعض الاحتكارات في هذا الأسواق ، لكن في السوق المالية الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركات والبيوع والإجارات وغيرها من العقود ، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار .[3]
- **هيئات الرقابة الشرعية** : الرقابة الشرعية هي جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات ، ويجوز أن أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين

[1] سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية ، غرداية ، الجزائر ، نشر جمعية التراث ، الطبعة الأولى ، 2002 ، ص 347.

[2] محسن خان ، عباس ميرخوار ، نفس المرجع ، ص ص 15،16.

[3] زلاطو نعيمة ، أهمية السوق المالية الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري ، الملتقى الدولي الثالث ، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، أيام 12 –13– افريل 2016 ص ص 5،6.

في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إلمام بفقه المعاملات، وتقوم هيئات الرقابة الشرعية بتوجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها .

- الحرية الاقتصادية: إن الحرية الاقتصادية للأفراد في الأسواق المالية الإسلامية وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وانفرادها ببعض أوجه هذا النشاط يتوازيان إذا كان لكل منهما مجاله ، بحيث يكمل كلاهما الأخر فكلاهما يقرره الإسلام في وقت واحد وكلاهما كأصل وليس استثناء وكلاهما مقيد وليس مطلقا.
- المنافسة الحرة وحرية الأسعار: الحرية من المقاييس التي يمكن اعتمادها في التمييز بين نظام وآخر.[1]

المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية.

تخضع السوق المالية الإسلامية لمصادر وقوانين تحكم عملها وتهدب معاملتها، لتوجيهها لمسارات محددة عكس السوق المالية التقليدية التي تخضع لسلطة الربح بغض النظر عن الوسائل والممارسات، وفي هذا المطلب سنحاول التعرف على أهم شروط السوق المالي الإسلامي.

الفرع الأول: التشريعات والقوانين.

يجب قبل إنشاء أي سوق مالية إسلامية أن سبقه وضع قانون يحكم أنشطة هذا السوق وادارته ونوعية النشاط المستهدف (أوراق مالية– سلع– عملات) وكذلك طريقة ونوعية السماسرة والوسطاء في هذا السوق.
كما يجب أن يسبق هذا القانون مراسيم تشرعه وتصرح به وتمنحه الصيغة القانونية والرسمية ، وهذا ما يسمى في عرف القانون التجاري اليوم بالتشريعات والقوانين المنشئة للسوق المالية وفي الإسلام ، هذه القوانين جديدة ولم تكن معهودة من قبل ، ولكن تكييفها الشرعي هو أنها جائزة شرعا من حيث الأصل، حيث أنها تدخل في إطار المصالح المرسلة التي لم ينص الشرع على الغائها واعتبارها،(وهي كل المصالح التي لم تكن معهودة من قبل) ولا يعرفها إلا أولو العلم والاستنباط ، ولهذا فلا بأس من استخدام هذه القوانين شريطة أن تحصل على المزيد من الفحص والتدقيق حتى نأخذ منها ما يوافق شريعتها ونستبعد منها ما يخالفها.
كما أن الاستفادة من هذه القوانين في إقامة السوق المالية مهم وهو يدخل في الحسبة التي تختص بمراقبة الأسواق والتداول فيها ومراقبة الأسعار والتي هي سلطة التأديب، وفصل المنازعات والمؤسسات المالية الإسلامية.[2]

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية.

تعد الضوابط الشرعية ركيزة أساسية لقيام السوق المالية الإسلامية وتفعيلها وفيما يلي أهم الضوابط الشرعية:

---

[1] علي يوعلا ، النظام الاقتصادي الإسلامي ، وقائع ندوة رقم 34، البنك الإسلامي للتنمية ، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي ، السعودية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، مكتبة الملك فهد الوطنية، 1990 ، ص ص 93 ، 94 .

[2] محمد الأمين ولد علي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية ، بيروت ، لبنان، 2011، ص331.

أولا: ضوابط خاصة بالسوق.

- **المنافسة الحرة:** وتظهر المنافسة في هذا السوق من خلال قانون العرض والطلب، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال مواجهة طلبات العرض والطلب ، فالأصل في الإسلام عدم التدخل لتحديد أسعار السلع، إذ أن التعامل في شريعة الإسلام مبني على أساس الحرية وعلى ما يتراضاه الطرفان وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.
- **الإفصاح:** وذلك من خلال نشر جميع المعلومات الخاصة بالشركات، كما يجب أن تكون هناك دراسات معمقة بالنسبة للشركات التي تقيد بالسوق المالية الإسلامية.
- **تحريم القمار:** تصنع السوق المالية الإسلامية العمليات الصورية المضاربية حيث تقل في هذه السوق المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة ، وذلك بسبب تدخل السياسة المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات ، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.
- **تحريم النجش:** وذلك من خلال الحد من الإشاعات الكاذبة التي تهدف إلى إحداث حركات مصطنعة في العرض والطلب بالتأثير على سلوكات المتعاملين ، وبالتالي التأثير على سلوكات المتعاملين وبالتالي التأثير على الأسعار بشكل كبير ارتفاعا وانخفاضا.
- **تحريم الاحتكار:** وهي عملية يقوم بها المضاربون، وذلك بجمع الأوراق الموجودة في السوق واستغلال حاجة باقي المتعاملين لهذه الأوراق للوفاء بالتزاماتهم، بالتالي فهم يتحكمون في الأسعار بشكل كامل.
- **تحريم الغرر:** يطلق الغرر على البيوع التي تحمل جهالة وخداع ، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم على الأوراق المالية دون إحضارها من أجل الاستفادة من فروقات الأسعار بشكل كامل.[1]

ثانيا: ضوابط خاصة بالمتعاملين في السوق.

تتمثل الضوابط التي يجب أن يتقيد بها كل من يريد التعامل في السوق المالية الإسلامية بما يلي:

- تجنب الوقوع في الحرام.
- تجنب الشبهات في المعاملات.
- تحقيق الخير والبركة والنماء في الأموال.
- تحقيق رضا الله سبحانه وتعالى.
- تجنب الخلافات بين المتعاملين في السوق.

[1] بباس منيرة ، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية ، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، أيام 20 -21 أكتوبر 2009، ص11.

- ضمان استقرار المجتمع.
- تقديم مثال يحتذى به لرجل الأعمال المسلم الذي يلتزم في جميع معاملاته بالضوابط الشرعية.
- أن يعلم أن هذه الضوابط فرض عين على كل من يريد التعامل في الأسواق المالية الإسلامية.[1]

الفرع الثالث: الشروط الفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية.

يقصد بالشروط الفنية وهي الشروط المتعلقة بالجانب الإداري والتنظيمي للسوق المالية الإسلامية وفيما يلي بيان لأهم الشروط الفنية لقيام السوق المالية الإسلامية:

- أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية ، وشروط إصدارها وتداولها وكذلك تأهيل الكوادر والإفراد العاملين في السوق ، هذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق ، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات ، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمر فيها.
- إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسات جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها وفي هذا ضمان لغير المحترف أو المتخصص اذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح.
- إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتا محدثا بشكل متتالي اعتمادا على مؤسسات تشكل جزءا من السوق المالية الإسلامية ، ليست ذات صلة مباشرة بعمليات التداول ، بحيث أن ما يحصل في عمليات التداول ينعكس قانونيا على سجلات وأوراق هذه المؤسسات وهي التي تصدر الوضع النهائي لملكية هذه الأدوات وهو ما تعارفته بعض الدول بهيئة الأوراق المالية ، وعلى أن يتم نقل الملكيات من خلالها بشكل حقيقي وبحد أعلى يقدر بثلاثة أيام عمل ، ويساعد في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الاتصال التي تسرع في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الاتصالات التي تسرع في تبادل الوثائق وما إلى ذلك.
- أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعا كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو الغبن أو التدليس أو غير ذلك.

[1] عصام أبو نصر ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي ،القاهرة ، مصر ، دار النشر للجامعات ، الطبعة الأولى ، 2006، ص 14.

- عدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية.
- أن يتم وضع ضوابط لعمليات البيع وإعادة الشراء أو العكس من الجهة ذاتها بحصول فاصل زمني يقاس بجلسات العمل مع الأخذ بالاعتبار حجم العمليات قياسا إلى حجم تداول الأداة المالية أو الورقة ذاتها وقياسا إلى مجمل رأس مال هذه الأداة.
- يجب أن يتوفر في السوق المالية الإسلامية هيئة رقابة شرعية تضم في أعضائها فقهاء وخبراء على قدر عالي من التأهيل العلمي والشرعي والمحاسبي، مما يميزهم بقدرتهم على التعامل مع القضايا المالية والأسواق المالية.[1]

الفرع الرابع: تنوع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية.

تعد المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية من الشروط الضرورية لإيجاد سوق مالية إسلامية وتفعيلها:

أولا: المنتجات المالية الإسلامية.

إن قيام الأسواق المالية ودعمها يعتمد اعتماد وثيقا على مدى تنوع وتطور المنتجات المالية المتداولة فيه، وبالتالي فإن وجود منتجات مالية متنوعة ذات مزايا مختلفة من شأنه أن يساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستمرين بشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالية الإسلامية.

ثانيا: المؤسسات المالية الإسلامية.

إن إقامة سوق مالية إسلامية تقوم بدورها وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، يتطلب توفر عدة هيئات ومؤسسات تكملها ولا تقوم إلا بها.[2]

[1] رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان ، الشروط الفنية والمهنية لانشاء السوق المالية الاسلامية ، المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الاسلامي، اسطنبول، تركيا ، أيام 11، 9 سبتمبر 2013 ص ص 10،12.

[2] شافيه كتاف، ذهبية لطرش ، اجراءات ومتطلبات انشاء وتفعيل السوق المالية الاسلامية ، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الاسلامية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13-افريل 2016.ص ص 6، 10.

المبحث الثالث: تنظيم الأسواق المالية الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها.

تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية عدة عمليات بيع و شراء وتقسم هذه العمليات حسب المجال الزمني إلى عمليات عاجلة فورية يتم فيها تسليم الثمن والمثمن في نهاية العملية مباشرة أو بعد فترة زمنية يتم فيها تأخير الثمن أو المثمن أو الاثنين، وحتى تتمكن السوق المالية الإسلامية القيام بعملياتها وأنشطتها لا بد من توفر العديد من المؤسسات الداعمة لعملها، و تحكم عمليات السوق المالي الإسلامي مجموعة من الإجراءات والأوامر ، ويواجه السوق المالي الإسلامي مجموعة من التحديات والصعوبات.

المطلب الأول: مكونات السوق المالي الإسلامي.

تضم السوق المالية الإسلامية فضلا عن المؤسسات المالية والإسلامية المؤسسات الأخرى التقليدية بل مؤسسات مالية غير إسلامية، وفي هذا المطلب سنحاول التطرق إلى أهم المؤسسات الموجودة في السوق المالي الإسلامي.

الفرع الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي.

يعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية ومن أهم مؤسساته ما يلي:

أولا: المصرف المركزي الاسلامي.

إن المصرف المركزي يتعين أن يكون محور النظام المصرفي الإسلامي وهذا لا يتجلى إلا من خلال الجهد الواعي والخلاق ، ويمكن للنظام النقدي والمصرفي الإسلامي ان يحقق وجوده الذاتي ، فالمصرف المركزي مؤسسة حكومية مستقلة مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحلف النقدي والمصرفي.[1]

ثانيا: المصارف الإسلامية.

المصرف الإسلامي هو مؤسسة مالية مصرفية لتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية بما يخدم بناء مجتمع متكامل ، وتحقيق عدالة التوزيع ووضع المال في المسار الإسلامي ، أو هو منظمة إسلامية تعمل في مجال الأعمال بهدف بناء الفرد المسلم والمجتمع المسلم ، وإتاحة الفرص المواتية له للنهوض على أسس إسلامية تلتزم بقاعدة الحلال أو الحرام.[2]

الفرع الثاني: شركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامية.

شركات المساهمة وشركات الاستثمار الإسلامي من أهم المؤسسات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية وتعتبر من المكونات الرئيسية فيها.

---

[1] محمد شابرا، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة سيد محمد سكر، الولايات المتحدة الأمريكية، المعهد الإسلامي، فرجينيا، الطبعة الثانية، 1990، ص 131.

[2] محمد حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية ، الأمن النظرية والتطبيقات العملية ، عمان ، الأردن ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 2012، ص 7.

أولا: شركات المساهمة.

هي عبارة عن شخصية اعتبارية لها ذمة مالية محدودة قابلة للالزام والالتزام تزاول نشاط استثماريا قد يكون مباحا في أصله كالشركات الزراعية والصناعية والتجارية فيما تجوز فيه التجارة بيعا وشراء ونحو ذلك كما تمثله التجارة.[1]

ثانيا: شركات الاستثمار الإسلامية.

شركات الاستثمار الإسلامية هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، وبتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة بل حقه يتمثل فقط في حصة التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك.[2]

الفرع الثالث: شركات السمسرة وصناع السوق.

تعد شركات االسمسرة وصناع السوق من أهم مكونات السوق المالية من خلال دورهما في تحقيق الوساطة المالية وضمان نشاط السوق وتفعيله.

أولا: شركات السمسرة والخدمات المالية.

يحظر على الأفراد بالتعامل مباشرة في السوق المالية ويلزم أن يكون ذلك عن طريق شركات السمسرة ويشترط أن تتمتع شركات السمسرة بالسمعة الطيبة والخبرة والقدرة المالية، وعدم إتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الأضرار بالمتعاملين معه أو الإخلال بحقوقهم ويدخل عمل شركات السمسرة شرعا في باب الوكالة في البيع والشراء مقابل عمولة معلومة وتسري عليها أحكام الإجارة.[3]

ثانيا: صناع السوق.

تجار أو صانعي السوق: هي مؤسسات مالية تقوم بالمتاجرة لنفسها من خلال محافظ تدعى الكتب التجارية، كما يقوم صناع السوق بشراء وبيع الأوراق المالية للعملاء ويتم تخزين الأوراق المالية في هذه المحفظة لفترة قصيرة من الزمن عكس المحافظ الاستثمارية الأخرى.

تتمثل وظيفتهم في تخصيص أيام للتسليم وإشعار التسليم والتخزين ويجب على صانعي السوق ضمان الشراء والبيع بأسعارهم المعلنة من أجل استقرار السوق وحماية المستثمرين.[4]

---

[1] عبد الله بن سليمان المنيع، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، مكتبة الملك فهد الوطني المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996، ص 219.

[2] شافية كتاف، مرجع سابق ، ص 45.

[3] مشري فريد، عتروس صبرينة ، السوق المالية الإسلامية، المفهوم والأدوات، تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، الجزائر، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، العدد 11 ،2017، ص 94.

[4] saleh N. N.eftci ; '' principles of financial elnineering '' academic pressis an impriant of elsevier ; seconde edition california ;usa ;2008 و p 27.

الفرع الرابع : وكالات التصنيف الإئتماني والمؤسسات الأخرى المشاركة في السوق المالي.

أولا: وكالات التصنيف الإئتماني.

هي شركات تقوم بالتصنيف الإئتماني بشكل عام بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات، وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الإئتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات.

تلعب وكالات التصنيف الإئتماني دورا أساسيا ومحوريا في الأسواق المالية الإسلامية، كما أن لها دورا أساسيا في دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر، فهذه الوكالات تساهم في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقترضين والمقترضين من جانب والمقترضين والمستثمرين من جانب آخر وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بالشركات كما أن أهمية التصنيف الائتماني للأسواق المالية تبرز في العوامل التالية:

- المساهمة في زيادة السوق المالية الإسلامية وتحفيز النمو فيها.
- زيادة استقرار الأسواق المالية وتعزيز الأمان فيها.
- زياد كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة.
- تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محليا وعالميا.
- تسهيل الحصول على القروض، وتوفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة.[1]

ثانيا: مؤسسات أخرى مشاركة في السوق المالي الإسلامي.

تعد هذه المؤسسات ضرورية لتنشيط وتفعيل السوق المالية الإسلامية من خلال أدوارها المهنية.

- **شركات رأس المال المخاطر:** شركات رأس المال المخاطر لديها عادة مجموعة من الأهداف لاستثمارات رأس المال المخاطر الخاص بها، فهذا النوع من التمويل عادة ما يعتبر واحد من الأهداف الأساسية حيث أن بعض الاستثمارات الإستراتيجية لشركات رأس المال المخاطر تهدف في المقام الأول إلى زيادة المبيعات والأرباح من الشركات التجارية الخاصة، وتسعى شركة رأس المال المخاطر لاستغلال التآزر بينها وبين المشروع الجديد، لهدف استثمار آخر مالي، حيث كانت شركات رأس المال المخاطر تبحث أساسا عن عوائد مجزئة من خلال استثماراتها المحفوفة بالمخاطر، وهذا وتسعى شركات رأس المال المخاطر للقيام بأفضل من ذلك نظرا لأنها تعتبر المعرفة المتفوقة في الأسواق المالية الإسلامية من خلال المنافسة.[2]

[1] مداني احمد ، دور وكالات التصنيف الإئتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات اصلاحها، المملكة العربية السعودية الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، العدد 10 ، جوان 2013، ص ص56،57.

[2] henry w. chesbrough, '' making sens of corporate venture capital '' marvard business review 80.no 3. .USA.march 2002و p 5.

- **شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية:** وهي مؤسسات تقوم على تكوين محافظ أوراق مالية إسلامية للمستثمرين وإدارتها ومتابعة تطور تلك الأوراق فقد تبيعها لتحقيق أرباحا أو لاستثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو تحتفظ بها ليحين الوقت المناسب والفرصة المناسبة للتصرف فيها.[1]
- **شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية:** تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية والعمل على جلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة ولا تقتصر مهمة هذه الشركات على الترويج وتلقي اكتتاب الجمهور فحسب، بل تقوم أيضا بتقييم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة وادارة عملية التسويق واختيار وكلاء البيع للجمهور.[2]
- **شركات التسوية والمقاصة:** تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعلم السمسار وشركات السمسرة في اتمام صفقات التداول في السوق الإسلامية من خلال:

– متابعة العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم للأوراق المالية.

– تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينهما.

– الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عند مقابل ايصالات، وعند اتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي مازالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.[3]

المطلب الثاني: إجراء تنظيم السوق المالي الإسلامي.

سنتطرق في هذا المطلب إلى إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية من أوامر وحكم كل نوع من الأوامر الشرعية وطرق تسعير الأوراق المالية.

الفرع الأول: أوامر السوق المالي الإسلامي.

تتعدد الأوامر في السوق المالية الإسلامية من حيث تحديد السعر والتوقيت والشرط المقرون.

أولا: أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر أو عدمه وطريقة تحديده.

- **الأمر السوقي:** تعتبر أوامر السوق أكثر الأنواع انتشارا واستخداما وهذا يطلب المستثمر من السمسار أن ينفذ الأمر عند أفضل سعر حيث العميل يطلب أو يغفل دائما أن يقوم بالشراء أو البيع على وجه السرعة وبأقل سعر ممكن، وحيث أن الأمر لا يتضمن تحديد معين للسعر فانه غالبا ما يتم تنفيذ في أسرع وقت طالما تتوافر الورقة المالية وذلك حالة الشراء أو هناك طلب على الورقة المالية وهي حالة البيع.[4]

---

[1] مشري فريد، عتروس صبرينة، مرجع سابق، ص 94.

[2] شافية كناف، مرجع سابق، ص ص 47،48.

[3] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي – دراسة تحليلية نقدية –، دمشق ، سوريا، دار الفكر المعاصر، 2001، ص 59.

[4] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحديد الأسواق، القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات 2009، ص 115.

- **الأمر المحدد السعر:** وهي عبارة عن تلك الاوامر التي يضع فيها المستثمر والمتعامل حدود معينة بالنسبة للسمسار وهذه الحدود قد تكون حدود سعرية بمعنى ان المستثمر يحدد سعر معين لعمليات الشراء أو البيع أو قد يحدد زمن معين للتنفيذ.[1]
- **أوامر سعر الفتح أو سعر الأقفال:** سعر الافتتاح هو السعر الذي يطلب فيه العميل من وسيطه بالبيع أو الشراء بالسعر الذي تفتح فيه جلسة التداول، أما سعر الاقفال هو السعر الذي يطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء بسعر مقارب للأقفال وينتهي هذا الأمر بانتهاء جلسة التداول.
- **أمر الإيقاف:** ويطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء إذا بلغ السعر حدا معينا أو تجاوزه فيتحول عند ذلك إلى سعر السوق.[2]
- **الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:** وذلك أن يحدد المتعامل للسمسار سعر معينا مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر متقارب لذلك السعر حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل.[3]

ثانيا: أنواع الأوامر من حيث التوقيت.

- **أوامر ذات زمن محدد:** هي طلبيات مشروطة بزمن تنفيذ محدد وقد يكون الزمن يوما أو أسبوع أو شهر، فمثلا أمر الشراء المحدد يدوم يضل ساريا ما تبقى من يوم التعامل في السوق (المنظمة) أو ما تبقى من اليوم (غير منظمة) فالسمسار هنا يجب عليه التنفيذ وإلا عد لاغيا بعد ذلك.
- **أوامر ذات زمن مفتوح:** وتدعى بالأمر المفتوح وكذلك بالأمر الساري حتى الالغاء وهي طلبيات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغيها المستثمر، لذلك فان بعض الأسواق تتطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغير في المعلومات.[4]

ثالثا: أنواع الأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر.

- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فورا: وهو أمر لاغ اذا لم ينفذ.[5]
- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله: فاذا طلب منه أن يشتري 3000 سهم من نوع محدد ولو لم يجد ال1000 سهم، فانه في نهاية اليوم يلغى التنفيذ وهو المعروف باسم الكل أو لاشيء .[6]

---

[1] شامل محمد الحموي، كيف تتعامل في البورصة، القاهرة، مصر، الحريري للطباعة والنشر، 1998 ، ص 13.

[2] جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، القاهرة، مصر، دار النهضة العربية 2010، ص111،112.

[3] مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الرياض، السعودية، دار إشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 2005، ص 531.

[4] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية – مؤسسات أوراق– بورصات، عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص249.

[5] بن الضيف محمد عدنان، نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، الجزائر ، أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد 14، ديسمبر 2013 ، ص 56.

[6] ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات)، عمان، الأردن، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص 131.

- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة بشرط معلق: وهو أمر معلق بشرط أو أمر أخر مقدم أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراق مالية أخرى قد وكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.
- الأمر المطلق: ويسمى الأمر الفني وبموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسمسار حرية مطلقة في بيع وشراء الأوراق المالية الذي يراها من مصلحة المتعامل سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت وقد يفوض إليه تحديد الوقت والسعر فقط هو من باب الوكالة بالتفويض العام ويدخل تحت هذا الأمر جميع ما تصح فيه النيابة من الأمور المالية.[1]

الفرع الثاني: حكم كل نوع من الأوامر من الناحية الشرعية.

سنتطرق في هذا الفرع للحكم الشرعي لكل أمر، والذي يعتبر الشرط الأساسي للسماح بتداوله في السوق المالية الإسلامية.

أولا : حكم الأوامر محددة السعر.

عند التعريف بالأمر محدد السعر من خلال أن السمسار يلتزم بالبيع بالثمن المحدد أو بأعلى منه في حالة الأمر بالبيع والشراء بالثمن المحدد أو بأقل منه في حالة الأمر بالشراء، وهذا متفق مع ما هو مقرر شرعا من وجوب التزام الوكيل بالبيع بالثمن الذي قدره له الموكل أو بأكثر منه والشراء بالثمن الذي قدره له أو بأقل منه وذلك أنه إذا باع ما وكله ببيعه بأكثر مما قدره له أو اشترى ما وكله بشرائه بأقل ما قدر له، فقد حصل غرضه وزيادة فكان جائزا لأنه مأذون فيه من جهة العرف.

ثانيا: حكم الأمر السوقي.

تقدم أن المراد بالأمر السوقي ألا يحدد الأمر (البائع أو المشتري) للسمسار السعر الذي يبيع أو يشتري به وإنما يفوض له البيع أو الشراء بسعر السوق، والحكم في ذلك يبنى على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن.

والذي تحصل من النظر في كلام أهل العلم في الوكالة بالبيع أو الشراء، إن ذكر الثمن ليس بشرط في الوكالة بالبيع في جميع المذاهب حيث لم يصرح احد من أصحاب المذاهب على اشتراط ذلك بل ورد في بعض المذاهب التصريح بعد الاشتراط، كما أنهم جميعا نصوا على أن الموكل إذا أطلق الوكالة بالبيع ولم يسمي ثمنا، أنه يلزم الوكيل البيع بثمن المثل، وهذا عند الجمهور، من خلال الحنفية في قولهم بجواز البيع بدون ثمن المثل وهذا عند الجمهور، من خلال الحنفية في قولهم بجواز البيع بدون ثمن المثل وهذا التفريع على إطلاق الوكالة بالبيع من غير تقدير ثمن دليل عدم الاشتراط، أما الوكالة بالشراء فقد وقع الخلاف في حكم التوكيل من غير تقدير الثمن على قوانين الراجح منهما صحة التوكيل من غير تقدير الثمن.

[1] بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق، ص 37.

وذلك يتبين جواز اصدار هذا النوع من الأوامر، لان حقيقة التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن للوكيل، وذلك جائز شرعا، فيكون اصدار الامر السوقي جائزا وهذا حسب الدكتور بن سليمان آل فواز.[1]

ثالثا: حكم الأمر بسعر الافتتاح والاقفال.

وهو من باب الوكالة المقيدة وهو أن يكون بيع أو الشراء بسعر الفتح أو القفل لا بأي ثمن كان، وحيث تقدم جواز التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن فيكون اصدار هذا النوع من الأوامر جائز.

رابعا: حكم الأمر بسعر تقريبي.

وهو من باب الوكالة المقيدة ويكون التقيد في مجال سعر معين وتقيد الوكالة يكون بنص القيد أو العرف.

خامسا : حكم أمر الوقوف (ايقاف الخسارة).

وهو من باب الوكالة المعلقة وهو عقد منجز مع تعليق التصرف على شرط وهو جائز.

سادسا: حكم الأمر المؤقت.

هو من باب الإجارة المعلوم عملها (بيع او شراء كمية) كمية معينة والمعجلة بمدة معينة ، فالمقصود عليه هو العمل لأنه هو المقصود أما ذكر المدة فهو التعجيل وهو شرط والمسلمون عند شروطهم ، فلا غرر ولا جهالة.

سابعا: حكم الأوامر المفتوحة.

هي وكالة دون شرط وهي جائزة.[2]

<u>الفرع الثالث: التسعير وتداول الأوراق المالية في سوق المالية.</u>

أولا: مفهوم التسعير في الفقه الإسلامي.

نأخذ أهم التعريفات الشائعة للتعبير في الفقه الإسلامي:

- **عرفه (الشوكاني) رحمة الله بقوله:** هو أن يأمر السلطان أو نوابه أو كل من ولي من أمور المسلمين أمرا، أهل السوق ألا يبيعوا أمتعتهم إلا بسعر كذا، فيمنعون من الزيادة أو النقصان لمصلحة.
- **عرفه جمهور الاقتصاديين:** بأنه قيام السلطات العامة (الحكومة) بتحديد اثمان السلع بحيث لا يجوز تجاوزها بأية حال.[3]

ثانيا: أثار التسعير على السوق المالية الإسلامية.

يحقق التسعير في الإسلام كفاءة السوق التخصيصية ، هذه الكفاءة التي تعني ان التكلفة الحدية لانتاج السلعة تساوي الثمن حيث ان تكلفه الانتاج تقوم على اساس حصول كل عنصر من عناصر الانتاج على ثمن المثل ايضا ، ومن اهم اثار التسعير على السوق المالي الاسلامي ما يلي:

---

[1] مبارك بن سليمان آل فواز "الأسواق المالية من منظور إسلامي، جدة ، السعودية ، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 61،62.

[2] بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 153.

[3] رشيد محمود عبد الكريم، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، ص 165.

- **ثبات العلاقة بين الدخول والأسعار:** حيث يستخفى لولب الأجور والأسعار الذي ينتج عن ارتفاع الأسعار والموجات التضخمية.
- **تحقيق كفاءة السوق التوزيعية:** الكفاءة التوزيعية تتحقق إذا أمكن إعادة تخصيص الموارد من استخداماتها الحاضرة بشكل أفضل، كما لو كان يمكن جعل شخص ما على الأقل أحسن حالا بينما لا يترتب على ذلك شخص آخر في سواء أسوء.
- **ثبات عناصر الدخل:** الاستثمار ، الاستهلاك، الادخار:

حيث سوف يترتب على وجود ثمن المثل المستقر في السوق ثبات الجزء المتخصص من الدخل للاستهلاك، والجزء المتخصص للادخار وتعادل الادخار مع الاستثمار نتيجة:

- **اختفاء الأسواق الموازية:** حيث أنه ستختفي مشكلة حصول البعض على السلع دون البعض الآخر.
- سلامة التوقعات لقرارات الاستثمار: حيث يؤدي وجود ثمن عادل مستقر يعبر عن القيمة الحقيقية الى سلامة توقعات قرارات الاستثمار من جانب المستثمرين.
- **توازن الميزان التجاري:** إن الاستقرار الإئتمان سوف يؤدي الى وجود منافسة من السلع المحلية الصنع للسلع المستوردة ، تقوم على أساس اثمان تعكس تكلفة حقيقية خاصة في الدول الإسلامية.
- **انخفاض معدلات المضاربة في السوق الإسلامي:** على الديون الآجلة والأسهم وصكوك المرابحة في سوق الأوراق المالية، وذلك نظرا للثبات النسبي في معدلات الأرباح وشفافية قرارات الاستثمار وثبات قيمة العملة.[1]

ثالثا: طرق تحديد السعر في الفقه.

تقوم طريقة تحديد السعر في السوق المالية الإسلامية في الفقه على المزايدة والمناقصة :

- **المزايدة:** وهي تكون بين بائع ومجموعة من المشترين، والفرق بينها وبين المساومة.

إن المساومة تكون بين طرفين ، اما في المزايدة فتقوم من طرف واحد (مجموعة من المشترين)، وفيها لا يفصح البائع عن سومه إما لأنه لا يستطيع تحديد قيمة المبيع بدقة أو رغبة في حصول على أقل سعر يشترك مشترين يتنافسون في سومها، وتماثل المناقصة المزايدة ولكنها تكون بين مشتر ومجموعة من البائعين.

- **بيوع الأمانة:** وهي التي يحدد فيها الثمن بمثل رأس المال أو أزيد أو أنقص، وسميت ببيوع الأمانة لأنه يؤتمن فيها البائع في اختياره لرأس المال وهي ثلاثة أنواع بيع المرابحة والوضيعة والتولية.

ففي المرابحة يحدد الثمن بزيادة على رأس المال وفي الوضيعة يحدد الثمن بنقص عن رأس المال أما بيع التولية فيكون فيها رأس المال نفسه ثمنا بلا ربح أو خسارة.[2]

---

[1] جلال جويدة عبد القصاص، محددات الإئتمان في السوق الرأسمالية والاسلامي، دراسة مقارنة، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2006 ، ص ص 368،373.

[2] محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني ، قواعد التداول الالكتروني في الاسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي، المؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، دبي، الامارات العربية المتحدة، ايام 6-8 مارس 2007، ص 16.

- **المناقصة:** المناقصات من المعاملات الحديثة، من أجل ذلك لا تجد لها تعريفا عند فقهائنا القدامى رحمهم الله، ولقد عرفها المحدثون بعدة تعريفات لم تسدد غالبها من الانتقاد، يعرفها الدكتور ماهر السنوسي بانها طلب أقل عوض في عمل مخصوص يلتزم صاحبه الوفاء بشرووطه.[1]

المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية.

هناك عدة عوامل وأسباب تعيق عمل السوق المالية الإسلامية وتكبح توسعها وتطويرها، وفي هذا المطلب سنقوم بعرض أهم المعيقات والصعوبات التي تواجه عمل الأسواق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: صعوبات تواجه عمل السوق المالية الإسلامية.

تعد مشاكل التعاون والكوادر البشرية المتخصصة من المشاكل الأساسية التي تعاني منها السوق المالية الإسلامية:

أولا: قصور التشريعات.

تعاني معظم الأسواق المالية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة فيما يتعلق بتوفير الحماية لكافة المستثمرين والشركات المدرجة فيها، فهناك من الأسواق التي لم تشهد لليوم صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة ، فبعض الأسواق تفتقر للرقابة الشرعية لاكتشاف أي خلل وانحراف كالحصول على بيانات بطرق غير مشروعة وتسريب معلومات وإشاعات.[2]

ثانيا: مشاكل التعاون والكوادر البشرية.

- ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية.
- عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دوليا في مجالي الجودة وتطوير المنتجات.
- انعدام الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر على المنافسة وتقليل تكلفة الخدمات فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية دفع ما دون معايير الحد الأدنى لحرج أي أقل من 500 مليون دولار من الأصول.[3]
- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحليين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.
- الأنشطة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافها من بلد لآخر وإضافة إلى ذلك انخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلبا على تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.
- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى.[4]

---

[1] ماهر احمد السوسي، التكييف الفقهي لعقد المناقصة، عقود المناقصات في الإسلام ، كلية الشريعة بالجامعة الاسلامية، يوم 15 ماي 2005 ،غزه فلسطين، ص ص 236،238.

[2] حسان خبابة، مرجع سابق، ص ص 13،14.

[3] زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصادي الإسلامي، عمان ، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص 234.

[4] مهداوي هند وأخرون، واقع وأفاق السوق المالية الإسلامية، دراسة تجارب بعض الإسلامية والغربية، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل ، جامعة غرداية ، الجزائر ، أيام 23-24-فيفري 2011 ، ص 14.

ثالثا: عدم وجود تقارب بين أحكام الشريعة الإسلامية.

اختلاف تفسير الشريعة بين المناطق والبلدان قد يؤدي إلى أشكال مختلف من التمويل حيث تشير العديد من الأبحاث المنشورة في مجال التمويل الإسلامي إلى مشكلة عامة وهي عدم وجود تقارب بين أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا يعني أن البنوك الإسلامية والمؤسسات المالية التي تنظمها الهيئة الشرعية والتي تضم واحدا أو أكثر من علماء الإسلام ستواجه مشكلة التبادل فيما بينها، بالإضافة إلى مشكلة مخاطر التغيرات المفاجئة في الحكم لأن العديد من الدول الإسلامية لا تؤدي فكرة سابقة ملزمة، وهذا يعني أن رجال الدين والعلماء يمكن أن يغيروا أرائهم ويختلفون مع القرارات السابقة.[1]

الفرع الثاني: المشاكل التي تواجه إقامة السوق المالية الإسلامية.

عند إنشاء سوق مالية إسلامية يجب توفر العديد من المكونات الرئيسية لبنائها أهمها الأدوات المالية الإسلامية التي تضمن التعاقدات والمعاملات وتلبي رغبات المتعاملين.

أولا: الأدوات المالية الشرعية والإدارة الحكومية.

- ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية الحالية في الدول الإسلامية، لأن النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية.
- وكذلك سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة، وهذا النمط من الشركات يتوقف عليه الاحتفاظ باسهم هذه الشركة ، أو تلك في يد أفراد العائلة أو عدد محدد من الناس.
- ومن المشاكل أيضا تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وقد تصل إلى أكثر من 50% ولا تسمح هذه الأنشطة بطرحها للاكتتاب العام.
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية يعتبر شكلا من أشكال الاعاقة امام الاستثمار في الأوراق المالية.

ثانيا: عمق السوق.

تعاني الأسواق المالية الإسلامية من ضعف عمق السوق واتساعه وحجمه، حيث تعاني الأسواق المالية الإسلامية من نقص السيولة بسبب تدفق رؤوس أموال هائلة إلى الأسواق التقليدية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كفاءتها ، مما يجعل المشاركين في السوق يواجهون قدرا كبيرا من الشك ونقص نسبة القدرة على التنبؤ.

ثالثا: التكامل.

حيث أن الاختلافات في القوانين التنظيمية والبيئية التحتية والمذاهب يصعب من الوصول إلى تكامل حقيقي بين الأسواق المالية الإسلامية، مما يجعل هذه الأخيرة تفشل في تحقيق أقصى منفعة نظرا

[1] جغريف علي، حلوز فاطمة ، أثر الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية الاسلامية ، تحليل قياسي ، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الاسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر أيام 12،13 أفريل 2019، ص 10.

للاختلافات بين الممارسات والتفسيرات الحالية في ماليزيا واندونيسيا من جهة، والشرق الأوسط من جهة أخرى مما يجعل التكامل ضعيفا.[1]

الفرع الثالث: تحديات أخرى تواجه السوق المالية الإسلامية.

إضافة إلى المعيقات السالفة الذكر والمتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية، توجد تحديات أخرى تواجه السوق المالية الإسلامية نتيجة لانتشارها وتوسعها خارج بيئتها الأصلية.

أولا: من الناحية التنظيمية والإدارية.

الشكل الإداري والتنظيمي التي تتخذه المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي الاسلامي تحكمها السياسة الشرعية التي يقررها ذو الاختصاص في هذا الشأن، على حساب ما تقتضي المصلحة العامة وليس ثمة قيد عليها إلا قيد المصلحة التي تحققها أو المفسدة التي تمنعها ، فالهدف من السوق المالي الاسلامي هو تحقيق المصالح الشرعية وتلبية المتطلبات التنموية المفيدة ، مما يشجع ويحفز المؤسسات على الدخول إلى هذا السوق نتيجة إمكانياتها المالية والتنظيمية.[2]

ثانيا: من حيث التوسع الجغرافي.

نعني بهذا النوع من التحديات مجموعة العوائق ذات الطبيعة الجغرافية التي تحد من كفاءة السوق المالية الإسلامية وهي تتجلى أكثر إذا استوعب أصحاب هذا النظام من أن التمثيل الميداني على الرقعة الجغرافية لدول العالم الإسلامي بدون استثناء هي وحدها الكفيلة بإظهار الكفاءة الكلية للنظام المالي ذلك أن الأنظمة الوضعية مهما كانت طبيعتها: اقتصادية، سياسية ، اجتماعية .....الخ.[3]

ثالثا: معوقات ذات طبيعة أجنبية.

هناك عوامل خارجية ناشئة عن خليط من العناصر الأجنبية المضادة للتكامل الاسلامي وهذه تجرى في سياق فرض التبعية على الاقتصاديات الإسلامية ومحاربتها لتبقى مشدودة برباط الانصياع للضغوط الخارجية ذات المصالح في العالم الإسلامي.[4]

---

[1] جغريف علي، حلوز فاطمة، مرجع سابق ، ص 11.

[2] لعمارة جمارة، رابس حدة ، تحديات السوق المالي الاسلامي ، الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006، ص 16.

[3] محمد بو حديدة، النظام المالي الاسلامي – التجارب التحديات والآفاق –الجزائر، كليات للنشر، ط1، 2011، ص 341.

[4] أيمن صالح فاضل، السوق الاسلامية المشتركة المعوقات والحلول، السعودية، مجلة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 24 ، العدد01 ، 2011، ص 43.

خلاصة:

نشأت السوق المالية التقليدية على مبادئ وقيم بعيدة عن الإسلام و ضوابطه وفقه معاملاته المالية الأمر الذي أدى إلى إنحرافها وجعلها عرضة للأزمات المالية التي أثرت على الاقتصاديات والأنظمة المالية .

تعد السوق المالية الإسلامية والتي هي حديثة النشأة والمشبعة بالمبادئ والضوابط الشرعية التي تقوم على تحقيق الكفاءة الإقتصادية والإجتماعية وتعزيزهما وتلبية رغبات المستثمرين والأعوان الإقتصاديين وأفضل بديل للسوق المالية الإسلامية نتيجة تجنبها في عملها و ممارساتها على الأسباب والمعاملات التي تسبب الأزمات المالية والإختلالات الإقتصادية و إستغلال المستثمرين والتي تصيب الأنظمة المالية أينما كانت والإلتزام بالمرجعية الشرعية التي تعد منهج لعلاج وتقويم الكثير من القضايا و التوجهات في مختلف العلوم دون الإقتصاد .

الفصل الثاني:

الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي

تمهيد.

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: تحديات الهندسة المالية المساهمة ومناهج تطويرها.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية.

المطلب الأول: ماهية الأدوات المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الثالث: المشتقات المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: أهمية الصكوك المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية الإسلامية ودورها في إضافة مؤسسات.

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية.

خلاصة.

تمهيد:

قد تغيرت أسواق المال الربوية بشكل جدري خلال العشرين أو الثلاثين السنة الماضية فاتجاه العالم إلى العولمة وظهور اليورودولار قد أدى إلى ربط أسواق المال مع بعضها البعض حيث كانت منفصلة عن بعضها في السابق ، ومع تسارع ثروة الاتصالات وتطبيق تقنيات الانترنيت أدى إلى إمكانية إجراء الصفقات المالية بين المستثمرين دون الاكتراث ببعد المسافة بين المتعاملين وبأقل تكلفة ممكنة للصفقة الواحدة وانعكاس ذلك على حركات كبيرة وضخمة للأموال عبر العالم.

وللاستفادة من هذا النمو الهائل للأسواق المالية في العالم كان لابد من تفاعل الدول الإسلامية ومواكبة هذا التطور العالمي، عن طريق تبني أسس وقواعد تساعد في إمكانية إنشاء سوق مالي إسلامي متكامل حيث يعتبر السوق المالي الإسلامي فرصة هامة جدا لكل المستثمرين المسلمين فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها ، فيمكن لأصحاب الأموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية ، كما يمثل السوق المالي محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال ، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة انتاج الطيبات في المجتمع.

ومن مقومات السوق أدواتها فإن صلحت واعتدلت وضبطت بالشريعة دعت إلى صلاح واعتدال السوق وقيامها على أصول الشريعة ، لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حالة السوق وشرعيته.

ومن أجل الإلمام بأدوات السوق المالي الإسلامي وفق الضوابط الشرعية قمنا بإعداد المباحث التالية:

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

يسود الاعتقاد ونحن نواجه العديد من الآثار السلبية للمنتجات المالية الربوية، أن الهندسة المالية الإسلامية يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط بها المنشآت والبنوك والأسواق المالية، فالهندسة المالية الإسلامية لا تقتصر فقط على الدور الوظيفي في المعاملات من خلال الاعتماد على الكفاءة الاقتصادية، بل تذهب إلى أبعد من ذلك بكثير من خلال إضفاء الشرعية على المعاملات المادية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.

إن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد، وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الاسلامي في سعيهم الحديث للتخلص من الأوراق المالية الربوية، واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاء، وذلك من خلال الهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.

- **يعرف الدكتور سامي السويلم الهندسة المالية الإسلامية:** هي تخصص مجموعة من الباحثين والمتمرسين في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية وبين الكفاءة الاقتصادية العلمية.[1]
- **تعريف فتح الرحمان علي محمد صالح :** هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف.[2]
- **يعرفها الدكتور (sami al suwailem) الهندسة المالية الإسلامية بأنها:** الهندسة التي تقوم على أربعة مبادئ، تحقيق أهداف التوازن والتكامل واللذان هما من مرتكزات الشريعة الإسلامية وتتعلق بالمنهجية من حيث القبول والتناسب اللذان هما حجز الزاوية للابتكار.

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بالعديد من الخصائص، تميزها عن الهندسة المالية التقليدية ومن هذه الخصائص نذكر ما يلي:

أولا: المصداقية الشرعية.

تعني المصداقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكثر قدر ممكن وهذا يتطلب الخروج من الخلاف الفقهي قدر الامكان، فالهندسة المالية الإسلامية تهدف للوصول لحلول مبتكرة لكل محل اتفاق قدر المستطاع.[3]

---

[1] سامي سويلم ، صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي نسخة منقحة ، الكويت ، بيت المشورة للتدريب ، 2004 ، ص 3.

[2] فتح الرحمان محمد صالح ، أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية ، الخرطوم ، مجلة المصرفي ، بنك السودان ، العدد 26 ديسمبر 2002 ، ص 21.

[3] مختار بونقاب ، دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر صيغ التمويل الإسلامي – دراسة حالة الحركة الجزائري –، الجزائر، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، العدد ، ديسمبر 2016 ، ص 50.

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية.

إن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية: الربح القياسي، الربح البديل والتكلفة، وتتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصداقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.[1]

ثالثا: العلاقة بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية.

إن الخاصيتين المشار إليهما: المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، ليستا منعزلتين عن بعضهما بل في غالب الحالات نجد إن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصداقية، والعكس صحيح ويمكن توضيح ذلك من خلال الأمثلة التالية:

- بطاقة الائتمان: من بين صور ترابط الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية في الهندسة المالية الإسلامية ما يلي:
  - يدخل المصرف شريكا للتاجر من خلال شراء 97 % من السلعة
  - يبيع التاجر السلعة بحكم كونه شريكا لحساب المشاركة بثمن مؤجل على العميل
  - يتولى التاجر تسليم السلعة للمشتري وتقديم الخدمة الفنية المتصلة بها بينما يتولى المصرف التحصيل ومتابعة السداد.
  - عند اكتمال السداد تم اقتسام الأرباح بين المصرف والتاجر بحسب الاتفاق .

<u>الفرع الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية.</u>

تمثل أهمية الهندسة المالية الإسلامية في النقاط التالية :

- عملية البحث والتطوير الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية ، تعمل على تفعيل المنظومة المعرفية للاقتصاد الاسلامي ، وبالتالي تتمكن من مواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية للاستفادة منها بدلا من اتخاذ المواقف الحيادية اتجاهها فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستخدمة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها فان تبين تحريمها لا تكتفي بذلك بل تقدم البديل ، الأمر الذي يرفع الحرج والمشقة على جمهور المتعاملين المسلمين الذين يتعاملون بالمنتجات المالية التقليدية.[2]

[1] صاري علي ، الهندسة المالية الإسلامية – إشكالية المخاطر والباب المعالجة –، الملتقى الدولي الثالث، إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية ، إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، ص50.

[2] خنيوة محمد أمين ، حنان علي موسى ، منتجات الهندسة المالية الإسلامية – الواقع والتحديات ومناهج التطوير– ، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي ، الواقع ورهانات المستقبل ، غرداية ، الجزائر، 23–24–فيفري 2011 ، ص 5.

- تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة ، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.[1]
- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلا من اتخاذ مواقف حيادية تجاهها.[2]
- إيجاد الإطارات الإدارية التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي.
- حاجة المؤسسات المالية الإسلامية للهندسة المالية الإسلامية من أجل خلق التوازن بين الموارد والاستخدامات أولا وثانيا من أجل إدارة سيولتها بصورة مربحة.
- تمكين المؤسسات المالية التي تقوم طبيعة عملها على العقود المالية وفق نموذج الوساطة المالية من خلال استحداث مستحدثات وآليات تمكنها من إمكانية تطبيقها.
- وضع أفضل الممارسات للخدمات المالية الإسلامية في مجالات.
- الشريعة و حكومة الشركات.
- أخلاقيات الشركة والمسؤولية الاجتماعية.
- الشفافية والافصاحات.
- إدارة المخاطر.
- كفاية رأس المال.

الفرع الثالث: أهداف الهندسة المالية الإسلامية.

تتمثل أهداف الهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية يمتاز بالمصداقية الشرعية.
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، يمكن المنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع فرص الاستثمار في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.
- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية.
- المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا.
- المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.

---

[1] محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية الملتقى الدولي الأول الاقتصاد الإسلامي ،الواقع ورهانات المستقبل ، غرداية ، الجزائر، 23 ،24 فيفري 2011 ص 12.

[2] عمر ياسين ، محمد خيضر ، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة ، المؤتمر الدولي الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل ، غرداية ، الجزائر 23-24 فيفري 2011، ص 19.

- توفير تمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجهة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل الآثار التضخمية.
- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التمويل.
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغه.[1]

المطلب الثاني: تحديات الهندسة المالية المساهمة ومناهج تطويرها.

تعرف الهندسة المالية الإسلامية في الوقت الحالي جملة من التحديات المفروضة عليها لتطوير العمل بها، كما هو مفروض عليها في السوق العالمية سبب التطورات العلمية والعملية في هذه الأسواق الدولية لذلك يجب عليها إتباع مناهج خاصة بها لتطوير الهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية.

في هذا السياق يمكن أن نذكر جملة من التحديات كما يلي:

- الافتقار إلى الكفاءات والإطارات المؤهلة التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي، ويجب أن تكون هذه الكفاءات متوفرة وذات قدرات علمية اقتصادية وشرعية لتجنب الوقوع في المحظور والعمل على رفع كفاءة المنتجات، وترجع ضرورة وجود هذا النوع من الكفاءات إلى خصوصية الهندسة المالية الإسلامية، وذلك بهدف تجنب تحمل مخاطر تشغيلية في المؤسسات المالية.
- غياب الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية في بعض المؤسسات المالية الإسلامية حيث تعاني من ضعف الابتداع والتطوير، فقد أثبتت بعض التقارير السنوية لأكبر اثني عشرة مؤسسة إسلامية في الخليج العربي غياب شبه للمخصصات المالية الخاصة بالبحث وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.
- عدم ضمان حقوق الملكية لصاحب فكرة المنتج المالي المطور، بعد تحمل المؤسسة تكاليف تطوير المنتجات والمخاطرة في تطبيقها للتأكد من سلامتها وكفاءتها بعد ذلك إذا نجحت هذه المؤسسة بهذه الأداة، تقوم بعض المؤسسات الإسلامية باعتماد هذه الأداة دون أي مقابل مادي لصاحب الفكرة الأصلية.
- ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية والمرجعية: إذ يعتبر الاختلاف في الفتوى المتعلقة بالمعاملات المالية بين الدول الإسلامية.
- المنافسة وتسويق المنتجات إذ يلاحظ أن المؤسسات المالية التقليدية وأسواق المال التقليدية أكثر تطورا واتساعا على المستوى الدولي، وذلك راجع إلى تراكم سنوات الخبرة والتطوير لذلك لابد من توحيد الرؤى الشرعية ومحاولة العمل على تفادي الفتوى الشرعية لتجنب الشك وعدم اليقين من طرف المتعاملين.[2]

---

[1] هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010، ص ص 9، 10.

[2] خينوة محمد الأمين، حنان على موسى، مرجع سابق، ص 15.

الفرع الثالث: منهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية.

يمكن أن تعمل المؤسسات المالية الإسلامية على تطوير منتجاتها المالية، وبالتالي تمر الهندسة المالية الإسلامية بعدد من المداخل والمناهج، لكن في الإجمال يتم الاعتماد على منهجين اثنين أساسيين هما: منهج المحاكاة ومنهج الأصالة والابتكار.

أولا: منهج المحاكاة.

وفقا لهذا المنهج يتم مقدما تحديد الهدف أو النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي ، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات وهذه الطريقة تثير الكثير من الجدل ، لأنها تتبع المنهجية القائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية إذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطور المنتجات ، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الوقت والجهد والبحث والتطوير فإن سلبياتها عديدة.

- عدم الالتزام بالضوابط الشرعية أو عدم جوازها كليا.
- أن المنتجات المالية التقليدية تناسب الصناعة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأزماتها فان محاكاة مثل هذه الأدوات تستلزم التعرض لنفس المشكلات.
- منتجات الهندسة المالية التقليدية جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة عن فلسفة ورؤى موحدة ومحاولة تقليد إحدى الأدوات يجر الصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر الأدوات في هذه المنظومة ومكوناتهم وهو ما يفقد الهندسة المالية شخصياتها.

ثانيا: منهج الأصالة والابتكار.

المدخل الثاني لتطوير المنتجات المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي.

وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة للاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية، ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالبا تكون مرتفعة في بداية التطبيق، ثم بعد ذلك تنخفض) هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية مادامت تفي بمتطلبات المصداقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.[1]

[1] حكيم براضية ، وجعفر هني محمد ، مرجع سابق ، ص 131.

الفرع الثالث: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.

يمكن تحديد أربع مبادئ للهندسة المالية الإسلامية اثنان يتعلقان بالأهداف وهما التوازن والتكامل واثنان يختصان بالمنهجية، وهما الحل والمناسبة.

أولا: مبدأ التوازن.

والمقصود به التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية، وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بالربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز ووضعت لكل الإطار المناسب له دوم إفراط.

ثانيا: مبدأ الحل.

ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصا أو قاعدة شرعية فالمعاملات المالية والاجتماعية عموما هدفها إشباع الاحتياجات الفطرية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والجواز.

ثالثا: مبدأ التكامل.

المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات المالية الإسلامية هو التكامل بين التفصيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية، فالربا عزل لتفصيلات الزمن عن توليد الثروة، بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالخطر، وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.

رابعا: مبدأ المناسبة.

المراد به تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسبا وملائما للنتيجة المطلوبة من المعاملة وهذا معناه لابد من ملائمة الشكل مع المضمون وتوافق الوسائل مع المقاصد، فالصورة وحدها لا تكفي لتقويم المنتج المالي، فالصورة تعد مقبولة ما لم تتعارض مع الحقيقة، فإن وجد تعارض بالعبرة الحقيقية وهذا مدلول القاعدة الفقهية: " العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".[1]

[1] حكيم براضية ، وجعفر هني محمد ، نفس المرجع السابق ، ص ص 126 ،127.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية.

لقد أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية ، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس ، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة بالإضافة إلى توفرها المرونة المناسبة للاستجابة للتغيرات البيئية الاقتصادية ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تضمن لها نصيبا سوقيا يساعدها على الاستمرار بفاعلية ، كما أن توفر سوق مالية إسلامية متطورة يتطلب وجود مصارف إسلامية تستفيد من نتائج الهندسة المالية الإسلامية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المصارف التميز في تقديم أدواتها المالية.

المطلب الأول: ماهية الأدوات المالية الإسلامية.

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوما إلى ابتكار وتنويع أدواتها ومنتجاتها المالية حتى تمكنها من ادارة سيولتها بصورة مربحة، والمحافظة على قدرتها واستمرارها ، ومن خلال هذا المطلب سوف نحاول التعرف على مفهوم الأدوات المالية الإسلامية وخصائصها وأهم الأسس التي تقوم عليها.

الفرع الأول: تعريف الأدوات المالية الإسلامية.

تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: أوراق أو سندات مشروعة (الصكوك) مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم ويتم التداول والتعامل بها في الأسواق المالية وهي متنوعة.[1]

وتتمتع الأدوات المالية الإسلامية بجملة من الخصائص تتمثل في:

- الأدوات المالية الإسلامية علاقة بين طرفين أحدهما المكتب والآخر المصدر، بموجبه يعطي المكتب مبلغا من المال إلى البنك فتنتقل ملكية المال إلى المصدر، ويدخل في الذمة المالية.
- الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها.
- هي أدوات مالية تمول مشروعات مجازة شرعا وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.
- يكون العائد حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار.
- غالبا ما تكون الأدوات المالية الإسلامية قابلة للتداول، على أن هذا التداول محكوم بضوابط شرعية حسب الموجودات التي تمثلها عند التداول.[2]

[1] خاطر سعدية ، التمويل الإسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة وهران، 2014 ، ص 87.

[2] مشري فريد ، مرجع سابق، ص 64.

الفرع الثاني: الأسس الشرعية للأدوات المالية الإسلامية.

من بين الأسس الشرعية للأدوات المالية الإسلامية نذكر منها:

- تستند الأوراق المالية على قاعدة تزاوج رأس المال والعمل: تشترك الأدوات المالية الإسلامية من كونها لا تنتج أي فوائد كما لا تعطي مالكيها الحق في المطالبة بفائدة سنوية محددة حيث أن الأساس الشرعي الذي يبني عليه هذه الأوراق يتمثل في لقاء رأس المال مع للعمل المنتج لذلك يحصل المكتب في هذه الأوراق على نسبة محددة من أرباح المشروع والتي تحدد في نشرات الإصدار.
- تمثل الأوراق المالية الإسلامية رأس مال مضاربه: تمثل الأوراق المالية الإسلامية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت لأجل تمويله ذلك أنه يجوز شرعا أن تجتمع أموال مملوكه لعدد كبير من الأشخاص في يد شخص واحد طبيعيا أو اعتباريا ليستمر كمضارب ، وتكون ملكية هذه الأوراق لأصحابها طيلة المشروع ويترتب عليها جميع الحقوق والإجراءات المقررة شرعا لمالك في بنكه من بيع وهبة وبرهن وارث وغيرها.

إمكانية تداول الأوراق المالية الإسلامية: وتوجد جملة من الضوابط الشرعية لتداول الأوراق المالية الإسلامية يمكن اختصارها في:

- يجوز تداول الأوراق المالية الإسلامية واستردادها اذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد غلق باب الاكتساب وتخصيص الأوراق المالية الإسلامية.
- يجوز تداول الأوراق المالية الإسلامية الخاصة بملكية الموجودات المؤجرة والموعود باستئجاره مند لحظة إصدارها بعد تملك حملة الأوراق المالية الإسلامية الموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز تداول الأوراق المالية الإسلامية بأي طريقة متعارف عليها لا يخالف الشرع.
- لا يجوز تداول الأوراق المالية الإسلامية الخاصة بملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون.
- يجوز تداول صكوك المشاركة والمضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد غلق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدأ النشاط في الأعيان والمنافع.
- إمكانية التعهد بإعادة شراء الأوراق المالية الإسلامية: يمكن للبنك الإسلامي الذي يعرض ايجابا عاما بشراء الحصص والأسهم المعروضة أن يشرك معه غيره من البنوك والمراسلات المالية الإسلامية في الإيجاب بنفس الشروط.[1]

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية.

رغم قلة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مستوى الدول العربية وحتى الإسلامية باستثناء سوق المال الإسلامية الدولية بالبحرين والسوق الماليزية نجد بأن الصناعة المالية حققت نجاحا متميزا وشهدت نموا كبيرا

[1] مشري فريد، نفس المرجع السابق، ص ص 65،64.

في الآونة الأخيرة وذلك بسبب الانتعاش الاقتصادي الذي أشهدته منطقة دول الخليج وبعض الدول الآسيوية وازدادت السيولة واتجه الأفراد الاستثمارات بعدما انتشرت البنوك الإسلامية وازداد اهتمامها بالصكوك.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك.

- **يعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.[1]
- **كما يعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها:** وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر عقد شرعي وتأخذ أحكامه.[2]
- هي وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداولها ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار.[3]

وتتميز الصكوك الإسلامية بجملة من الخصائص يمكن توضيحها في ما يلي:

- وثائق تصدر باسم مالكها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها في الموجودات الصادرة بموجبها.
- التداول فيها يكون وفق شروط وضوابط شرعية، لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- تمثل حصصا شائعة في موجودات قائمة، أو يتعين إيجادها، أو منافع ولا تمثل دينا على مصدرها.
- الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح ان وجدت ، ويلزمه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- تؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك بعقد شرعي يتم الاستناد اليه.[4]
- صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة بالقانون، أو في نشرة الإصدار وتمثل حصص ملكية في موجودات مخصصة للاستثمار على شكل أعيان أو منافع أو خليط منهما.

---

[1] المعايير الشرعية، نص كامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار 17، البحرين، 2011، ص 288.

[2] المرسي السيد حجازي، صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات- دروس من التجربة المصرية-، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية ، مصر، يومي 5-6 ماي 2014 ، ص 3.

[3] عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية الإنسانية، العدد 18، جوان 2017، ص 50.

[4] السعيد بريكة، سناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، تجربة السودان نموذجا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5 ، جوان 2017، ص ص 185،186.

- عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة وحتى في الحالة التي يؤول فيها الصك الواحد لشخصين أو أكثر.
- تصدر على أساس عقد شرعي مثل الاستصناع أو الإجارة أو المضاربة.[1]

الفرع الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية.

ظهر اهتمام الباحثون الاقتصاديون المعاصرون لإيجاد أوراق مالية إسلامية بديلا عن السندات المحرمة من خلال انعقاد أول مؤتمر عالمي للاقتصاد الإسلامي سنة 1976 م، ثم جاءت بعد ذلك عدة دراسات اهتمت بموضوع الأوراق المالية الإسلامية، حيث عقد في القاهرة سنة 1986 م مؤتمر حول موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية وكذلك المؤتمر الذي انعقد في كوالا لامبور في ماليزيا سنة 1986 م، حيث قدم في هذين المؤتمرين دراسات حول إيجاد أوراق مالية إسلامية كبديل للسندات المحرمة.

إلا أن الفكرة الأساسية التي عملت على إظهار صورة الصكوك الإسلامية بوضوح أكثر جاءت من طرف الدكتور سامي حمود في بحثه سندات المقارضة الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن سنة 1987م، وكان الهدف من الدراسة إيجاد بديل إسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة وتطورت الفكرة أكثر عند عرضها على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في اعمار أراضي الأوقاف كما عرضت الفكرة أكثر عند عرضها على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في اعمار أراضي الأوقاف، كما عرضت الفكرة على مجمع الفقه الإسلامي في دورته المنعقدة بجدة 1988 م، حيث عمل المجمع الفقه الإسلامي على إخراج صور الصكوك الإسلامية متكامل من حيث الضوابط الشرعية وأصدر بخصوص ذلك القرار رقم 30(5/4) المتعلق بسندات المقارضة وسندات الاستثمار (صكوك)، مما فتح الباب أمام الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبنى على أساس ما جاء في هذا القرار.

كما كان للبنك الإسلامي الأول في ماليزيا الفضل في إصدار شهادات الاستثمار سنة 1983م، بعد عدم قبول هذا البنك تملك سندات حكومة بمعدلات فائدة ثابتة التي أصدرتها الحكومة بواسطة البنك المركزي وبذلك كان انتشار فكرة التعامل بالصكوك الإسلامية في بعض الدول الإسلامية بهدف مواجهة العجز في الموازنة وتعزيز الإنفاق العام وتوفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية والبنية التحتية ومن هذه الدول الإسلامية ماليزيا، السودان، باكستان، البحرين .[2]

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية.

نظرا لاتساع تطبيق الصكوك عالميا والإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات

[1] الصوفي ولد الشياني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، العدد 34، 2015، ص10.

[2] قط سليم، مرجع سابق، ص ص 210،211.

المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعا وقانونا، سواء كانت أعيان أم منافع أم خدمات كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته.
- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون ، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمم مالية قائمة لديها ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصول.[1]
- عند إصدار الصكوك تكون هناك علاقتان تعاقديتان : إحداهما تكون بين المشتري والمصدر وهي علاقة مضاربة يفوض فيها المشتري إدارة موجودات الصكوك بغرض تحقيق ربح والثاني تحكم أسلوب استخدام حصيلة الصكوك في الاستثمار وهي لا بد أن تتم من خلال عقود شرعية صحيحة فإذا تمت كذلك جاز تملك الصكوك.
- يشتمل إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم الإصدار أو ترتيب الإصدار وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتم خطوة على أخرى دون أن ينشأ على ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحيانا توجد بدائل متعددة لاختيار إحداها.[2]
- يجوز تداول الصكوك واستردادها إدا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو أعيان أو خدمات أو حقوق بعد قفل باب الإكتتاب.
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، كالقيد في السجلات أو المناولة إذ كانت لحاملها أو الوسائل الإلكترونية.
- يتم تقويم الصك لأغراض التداول على أساس سعر السوق في السوق المالية، أو التراضي عليه بين الطرفين البائع والمشتري.
- يجوز تداول صكوك المشاركة والمضاربة بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصكوك بما لا يقل عن 10% من رأس المال، وحتى انتهاء أجل الصكوك وتاريخ بدء التصفية ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار، ولو زادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع ما دام النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك ليس به النقود أو الديون، وينطبق ذلك على جميع المشاركات الدائمة أو المنتهية بالتمليك تدريجيا أو في نهاية مدة المشاركة.

---

[1] حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010، ص98.

[2] علي محمد الموسي، مادوغي سيلا، الصكوك الاستثمارية، مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13، العدد 2، 2016، ص 66.

يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون.

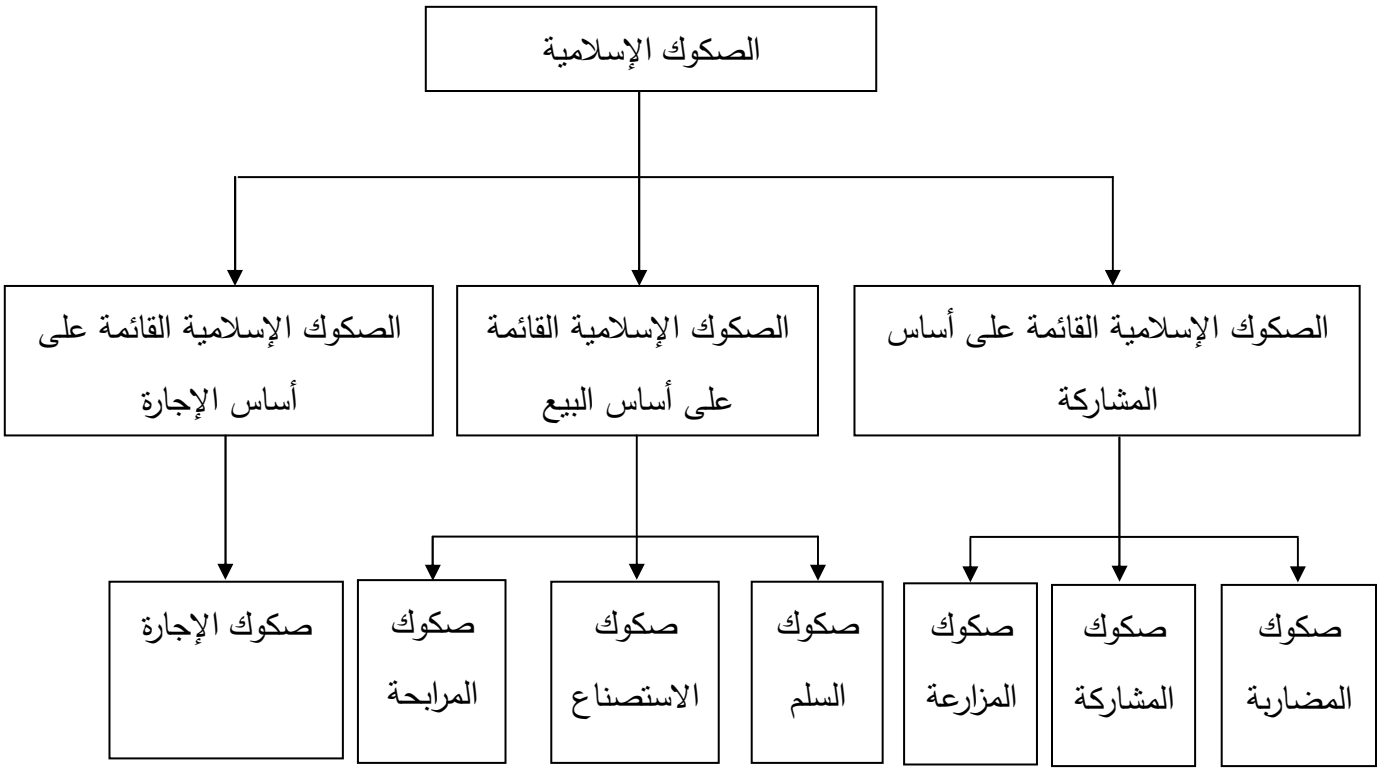
يجوز تداول صكوك بيع المرابحة والبيع المؤجل بعد قفل باب الإكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لأحكام التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة المشتري وحتى قبض الثمن وتصفية العملية فيكون بيع الصكوك بقيمتها الإسمية.[1]

يكون للشركة المصدرة للصكوك للاعتبارية المستقلة عن الأشخاص المشتركين في الصكوك وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك.[2]

الفرع الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية.

سنعرض الشكل التالي الذي يوضح أنواع الصكوك.

الشكل رقم (02): يوضح أنواع الصكوك الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطلبة

أولا: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المشاركة.

وتضم هذه الصكوك كل من صكوك المقارضة وصكوك المشاركة وصكوك المزارعة.

[1] كناف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014 ، ص ص 88،89.

[2] سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية،– دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين–، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة ، غزة ، 2015 ، ص 26.

- **صكوك المقارضة (المضاربة):**

هي وثائق متساوية القيمة تمثل في مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.[1]

تعرف صكوك المضاربة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكيته كل منهم.

وتتمتع صكوك المضاربة بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- عدم قبول التجزئة، بمعنى أن الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة وفي حال أن الصك الواحد لشخصين أو أكثر سبب الإرث أو نحوه، فإنه لابد على الاتفاق على من يمثلهم أم الشركة.
- تصدر على أساس عقد شرعي، وبقيمة اسمية محددة بموجب القانون وموضعه في نشرة الإصدار.
- تصدر بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتسيير شراء وتداول هذه الصكوك.
- انتقاء ضمان المضارب المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) حيث لا ضمان في رأس المال كما هو معمول به في السندات لأن ذلك يحول العملية إلى ربا.[2]

وانبثق على هذا النوع من الصكوك عدة أنواع أخرى تتمثل:

- صكوك المضاربة المطلقة الإسلامية: وهي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطي هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقا لقانون الصندوق العام للتمويل والاستثمار.[3]
- صكوك المضاربة المفيدة: في هذا النوع من الصكوك يتم الاتفاق على نوعية المشروع الممول (تجاري، صناعي، زراعي) من قبل حملة الصكوك ولا يحق للمضارب الخروج عنها وإلا اعتبر متعديا ، وتكون محددة بحسب عمل المشروع.
- صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالتدرج: وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخ بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم ان وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم وتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع

[1] شالور وسام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية سنتر كيماويات، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول– منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5–6 ماي 2014، ص 7.

[2] زكريا محمد صيام، صكوك المضاربة ودورها في تفعيل قدرة البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية في فلسطين، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014، ص 25.

[3] عمر عبو، مرجع سابق، ص 52.

الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات.[1]

فيما يتعلق بإجراءات إصدار صكوك المقارضة فإنها تمر بالخطوات التالية:

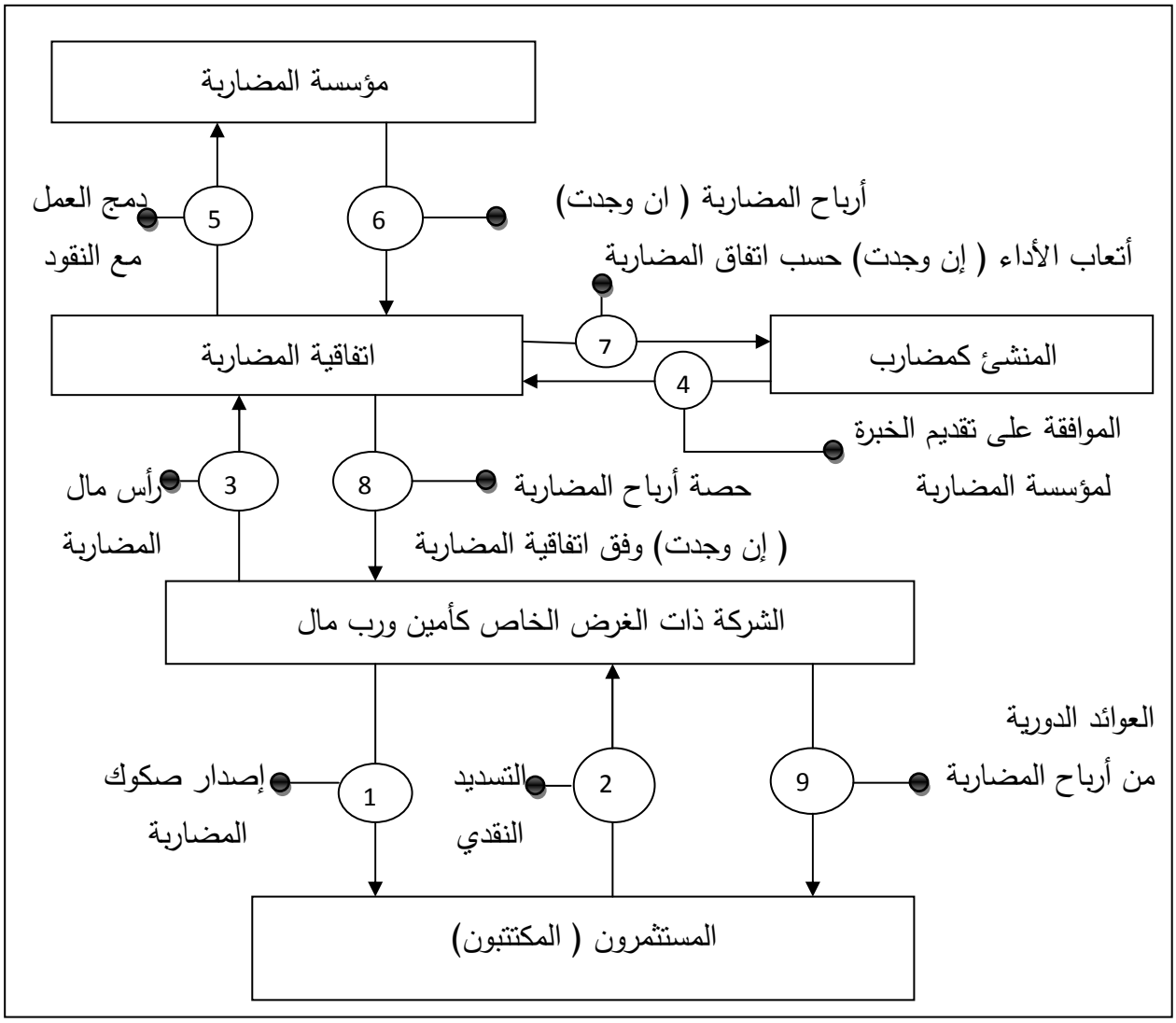
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك متساوية القيمة.
- وبعدها يسدد المستثمرين قيمة تلك الصكوك نقدا وبالتالي تصبح الشركة ذات الغرض الخاص بمثابة وصي عنهم.
- ثم يقوم كل من المنشئ (كمضارب) والمصدر (كرب مال) يعقد اتفاقية مضاربة بينهما
- وبموجب اتفاقية المضاربة يقدم المنشئ (كمضارب) موافقته على تقديم خبراته ومهاراته الإدارية لمؤسسة المضاربة مع تحمل المصدر لمسؤولية إدارة المساهمات النقدية.
- وهذا يؤدي إلى دخول كل من المنشئ والمصدر في مؤسسة المضاربة بهدف توليد أرباح.
- وكلما تحققت أرباح عن المضاربة يتم توزيعها بين المنشئ والشركة ذات الغرض الخاص وفقا لنسب تقاسم الأرباح المنصوص عليها في اتفاقية المضاربة.
- وبالإضافة إلى حصة المنشئ من الربح، قد يستحق رسوم أداء مقابل ما قدمه من خبرات ومهارات.
- وبعد حصول الشركة ذات الغرض الخاص على حصته من أرباح المضاربة يقوم بدفع مبلغ تلك العوائد الدورية للمستثمرين (حملة الصكوك).

والشكل الموالي يوضح ذلك: [2]

[1] نزار سناء ، دور آلة التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال – دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي– ، رسالة مقيمة لنيل شهادة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2015، ص 86.

[2] Dubai international financial centre , op.cit , pp 29-30.

الشكل رقم (03): هيكل صكوك المقارضة.



Source : Dubai international financial centre of .cit p 29.

- **صكوك المشاركة:**

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الشركة، يتعين أحد شركاء لإدارتها.[1]

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لجملة الصكوك في حدود حصصهم.[2]

[1] صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 21 مايو –2 يونيو، مصر، 2009، ص11.

[2] معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012 ، ص 239.

وتتمتع صكوك المشاركة بمجموعة من الخصائص تتمثل في ما يلي:

– المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الإكتتاب في حصة المكتتبين ويملك حملة الصكوك أصول الشركة بغنمها وغرمها ، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت وتحققت.

– إمكانية تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.[1]

–ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مستوردة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.

– يمكن تسييلها في أي لحظة في السوق المالي.

– يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

– ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.[2]

وتنقسم صكوك المشاركة إلى نوعين هما:

✓ **صكوك المشاركة الدائمة:** وهي تشبه نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول الطرف الذي أصدر صكوك المشاركة بنسبة معينة في رأس المال المشروع، ويطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، وتكون إدارة المشروع سواء للمصدر أو لحملة صكوك المشاركة أو طرف ثالث محدد، وتقوم المشاركة الدائمة مقام طرح أسهم جديدة بهدف توسيع أو إنشاء مشروع جديد على أن تكون الشركة بين الأطراف دائمة غير محددة بزمن أو ظرف معين.

✓ **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة، وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الدورة الصناعية...الخ وتكون نهايتها وفقا لإحدى الصورتين:

– صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة: وهنا عند نهاية المشروع يقوم مصدر صكوك المشاركة هذه بإعادة شراء الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية.

– صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية وبأخذ حاملها من الأرباح إذا وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.[3]

وفيما يتعلق بإجراءات إصدار صكوك المشاركة فإنها تمر بالمراحل التالية:

– تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك إسلامية متساوية القيمة.

– وبعدها يسدد المستثمرين قيمة تلك الصكوك نقدا وبالتالي تصبح الشركة ذات الغرض الخاص بمثابة وصي عنهم.

---

[1] محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية – دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية –، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012، ص 93.

[2] هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية –دراسات العلوم الإدارية –، المجلد 42، العدد 2، 2015، ص 556.

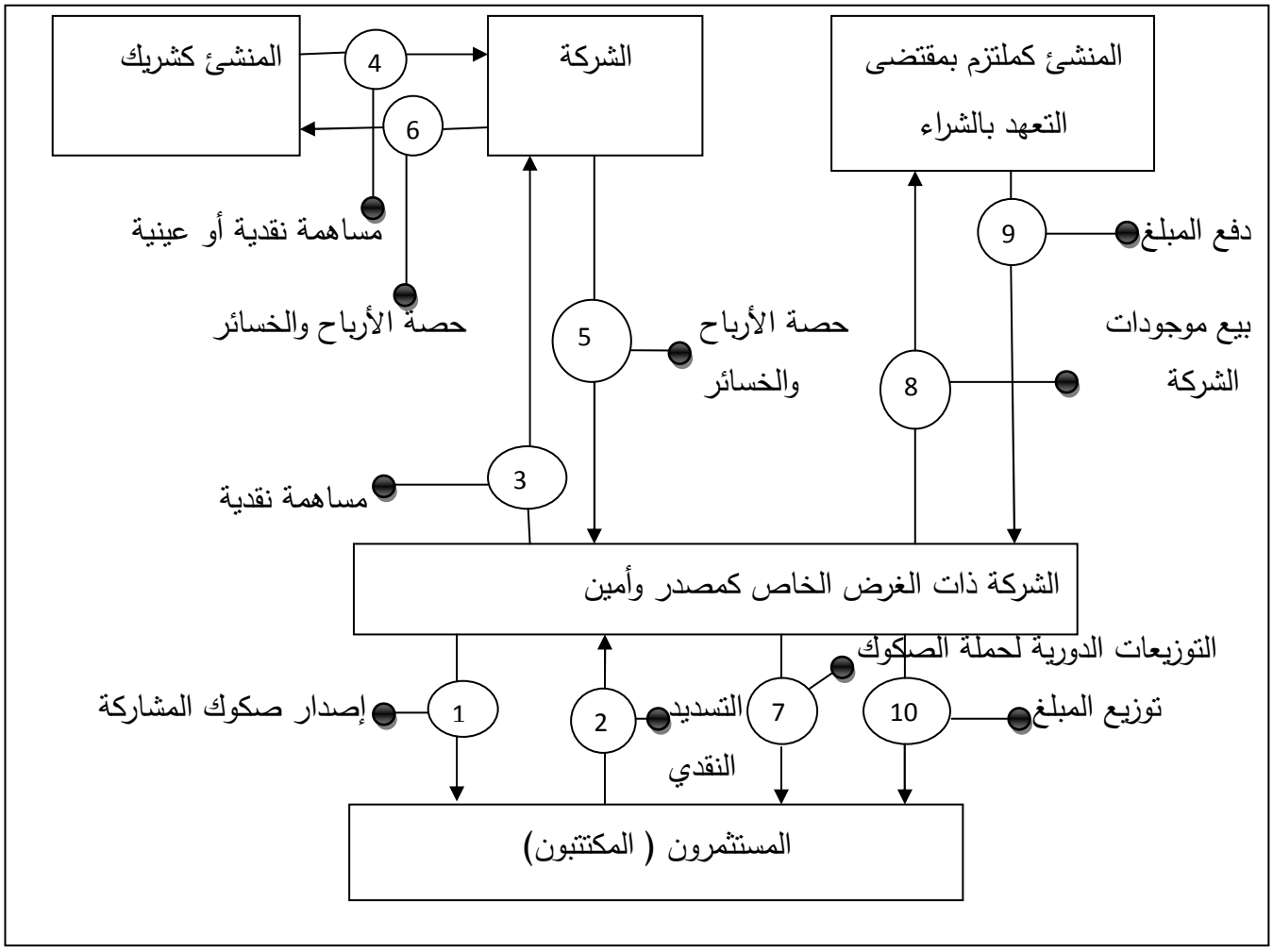
[3] قط سليم، مرجع سابق، ص 210.

- وبعد إتمام عملية الإكتتاب تدخل الشركة ذات الهدف الخاص في ترتيبات المشاركة مع المنشئ ، حيث تساهم بحصيلة الأموال الناتجة عن عملية الإكتتاب في الصكوك الإسلامية، وتخصص لها نسبة من الشركة بما يتناسب ومساهمتها في رأس مالها.
- في نفس الوقت يدخل المنشئ في ترتيبات المشاركة مع الشركة ذات الهدف الخاص، وبموجبها قد تكون مساهمته نقودا وأعيانا، ويخصص للمنشئ نسبة من الشركة بما يتناسب ومساهمته في رأس مالها، حيث تشكل مساهمة كل المنشئ والمصدر مجتمعة أصول الشركة.
- وبشكل دوري يحصل كل من الشركة ذات الغرض الخاص والمنشئ على حصة متفق عليها مسبقا من الأرباح المتولدة عن أصول الشركة، ويتحملان الخسارة في حال حصولها بمقدار مساهمة كل واحد منهما في رأس مال الشركة.
- وكما تلقى المصدر أرباحا بموجب اتفاق المشاركة، يقوم بدفع مبلغ تلك العوائد الدورية للمستثمرين (حملة الصكوك).
- وعند اطفاء هذه الصكوك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع الموجودات إلى المنشئ الذي يقوم بتنفيذ وعده بإعادة الشراء.
- وبعدها يدفع المنشئ (كملتزم) لسعر لممارسة للشركة ذات الغرض الخاص.
- لتوزيع الشركة ذات الغرض الخاص حصيلة بيع الموجودات على المكتتبين.[1]

والشكل التالي يوضح هذه المراحل:

[1] Dubai international financial centre op .cit.p p 21-22.

الشكل رقم (04): هيكل صكوك المشاركة.



Source : Dubai international Financial centre, op .cite ,p21.

- **صكوك المزارعة:**

هي صكوك تحمل قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد.[1]

وتتمتع صكوك المزارعة بجملة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.
- يمكن للمصدر أن يكون هو نفسه المزارع والمكتتبون هم أصحاب الأرض المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة اكتتابهم، ويملك حمله الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.[2]

[1] السعيد بريكة ، سناء مرابطي ، مرجع سابق ، ص 187.

[2] محمد غزال ، مرجع سابق ، ص 96.

ثانيا: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع.

تتضمن الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيع إلى أنواع من الصكوك وهي صكوك السلم وصكوك الاستصناع ، بالإضافة إلى صكوك المرابحة ، ويكون العقد القائم فيها بين مصدر الصك والمكتب فيها على أساس عقد البيع.

- **صكوك السلم :**

تصدر هذه الصكوك على أساس عقد السلم، وهو يبيع شيء موصوف في الذمة معلوم القدر، يتأخر تسليمه إلى أجل معلوم بثمن حالي يدفع عند التعاقد، ويمكن أن يكون هذا العقد البائع واحد والمشترون أكثر من واحد.

وقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية صكوك السلم بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.[1]

وتتمتع صكوك السلم بالخصائص التالية:

- لا تتمتع هذه الصكوك بالتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع عينية وهذا عند استلامها وقبل بيعها، حينها تمثل الصكوك لحصة شائعة في السلعة.
- المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة، ويملك جملة الصكوك لسلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها.[2]

- **صكوك الاستصناع:**

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح الموضوع مملوكا لحاملها.[3]

وتتميز صكوك الاستصناع بما يلي:

- توفر هذه الصيغة تمويلا متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة.
- يمكن استعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى.
- تسمح هذه الصيغة بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق والمجاري وما شابهها.
- تشجع هذه الصيغة وتساعد في الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية[4].

وتنقسم صكوك الاستصناع إلى:

✓ **من حيث الإصدار:** تنقسم صكوك الاستصناع من حيث جهة الإصدار إلى صكوك الاستصناع الحكومية وهي التي تقوم الحكومة أو من ينوب عنها بإصدارها وصكوك الاستصناع الأهلية أو الخاصة

---

[1] كناف شافية ، مرجع سابق ، ص 231.

[2] محمد غزال ، مرجع سابق ، ص 89.

[3] السعيد بريكة، سناء مرابطي ، مرجع سابق ، ص 186.

[4] هناء محمد الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية–دراسة حالة–، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، 2015، ص80.

والتي يتم إصدارها من قبل الهيئات أو المؤسسات الأهلية غير الحكومية مثل الشركات والمصارف والمؤسسات المالية وغيرها.

✓ **من أجل الأجل** : توجد صكوك الاستصناع قصيرة الأجل وتستخدم حصيلتها في مشروع قصير الأجل وصكوك الاستصناع متوسطة الأجل التي تستخدم حصيلته في مشروع متوسط الأجل وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك الاستصناع طويلة الأجل.[1]

- **صكوك المرابحة:**

تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب والذي يستعمل في شراء سلعة معينة والتي تصبح ملكا لحامل الصك.[2]

وتتمتع صكوك المرابحة بالخصائص التالي:

- من يقوم بإصدار صكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هو المشترون للبضاعة مرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة، وهذا بمجرد شراء الصكوك وستحقون ثمن بيعها.
- تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار –المؤسسة المالية– بصفته وكيلا عن حملة الصكوك، من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين نقدي في ذمة المشتري للبضاعة وفي تاريخ سداده للثمن وتصفية المعاملة وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة له ، ويجوز توزيع حصة من الربح على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها.
- يكون ربح حملة صكوك المرابحة هو الفرق بين شراء الصكوك وثمن بيعها مطروحا منها مصروفات متعلقة بالشراء.
- تراعي قواعد عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يترتب عنها ديون في ذمة الغير.[3]

ثالثا: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجارة.

وتتمثل في:

- **صكوك الإجارة:**

وهي سندات ذات قيمة متساوية تمثل ملكيته أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وهي قائمة على أساس عقد الإجازة كما عرفته الشريعة الإسلامية.

ولصكوك الإجازة مجموعة من الخصائص تتمثل في:

[1] حكيم براضية ، جعفر هني محمد ، مرجع سابق، ص 213

[2] أمال لعمش، مرجع سابق، ص 109.

[3] محمد غزال، مرجع سابق، ص 94.

- **خضوع صكوك الإجازة لعوامل السوق:** أي إذا ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأعيان والمنافع ترتفع قيمة الصكوك وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان والمنافع التي تمثلها.

- **مرونة صكوك الإجارة:** تتمتع صكوك الإجازة بمرونة كبيرة سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل أم من حيث الوساطة المتضمنة فيها، أم من حيث التنوع في الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل أم من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن صياغة صكوك الإجارة.

- **قابلة للتداول من الوجهة الشرعية:** صكوك الإجازة قابلة للتداول من الوجهة الشرعية في حين أن سندات الدين، ومثلها في ذلك الأوراق التجارية، غير قابلة للتداول لا تمثل ديونا والشريعة لا تقر ببيع الديون أو تداولها بغير قيمتها الاسمية.[1]

- **استمرار السعر وثبات العائد:** تتمتع صكوك الإجازة بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، وبدرجة عالية أيضا مع العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك.[2]

وتنقسم صكوك الإجازة الى ثلاث أنواع:

✓ **صكوك المنافع:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجود بغرض إجازة منافعها، استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

✓ **صكوك الأعيان المؤجرة:** وهي تمثل صكوك ملكية لعين قد تكون أرضا أو عقارا أو لآلة... وتكون العين المملوك مؤجر فهي تدر عائدا محددا في عقد الإجارة، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر.

✓ **صكوك إجارة الخدمات:** تعتبر وثيقة متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.[3]

وفيما يتعلق بإجراءات صكوك الإجارة فإنها تمر بالخطوات التالية:

- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك إسلامية متساوية القيمة.
- وبعدها يسدد المستثمرين قيمة تلك الصكوك نقدا وبالتالي تصبح الشركة ذات الغرض الخاص بمثابة وصي عنهم.
- بعد إتمام عملية الإكتتاب يقوم كل من المنشئ والشركة ذات الهدف الخاص بترتيبات شراء وبيع الموجودات فيما بينهما.
- فتدفع الشركة ذات الهدف الخاص للمنشئ قيمة مشترياتها من الموجودات.
- وتقوم بتأجير تلك الموجودات للمنشئ.

---

[1] منذر قحف، محمد محمود الحمال، صكوك الإجازة الموصوفة في الذمة، مجلة الفقه الإسلامي، الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2013، ص ص 9،10.

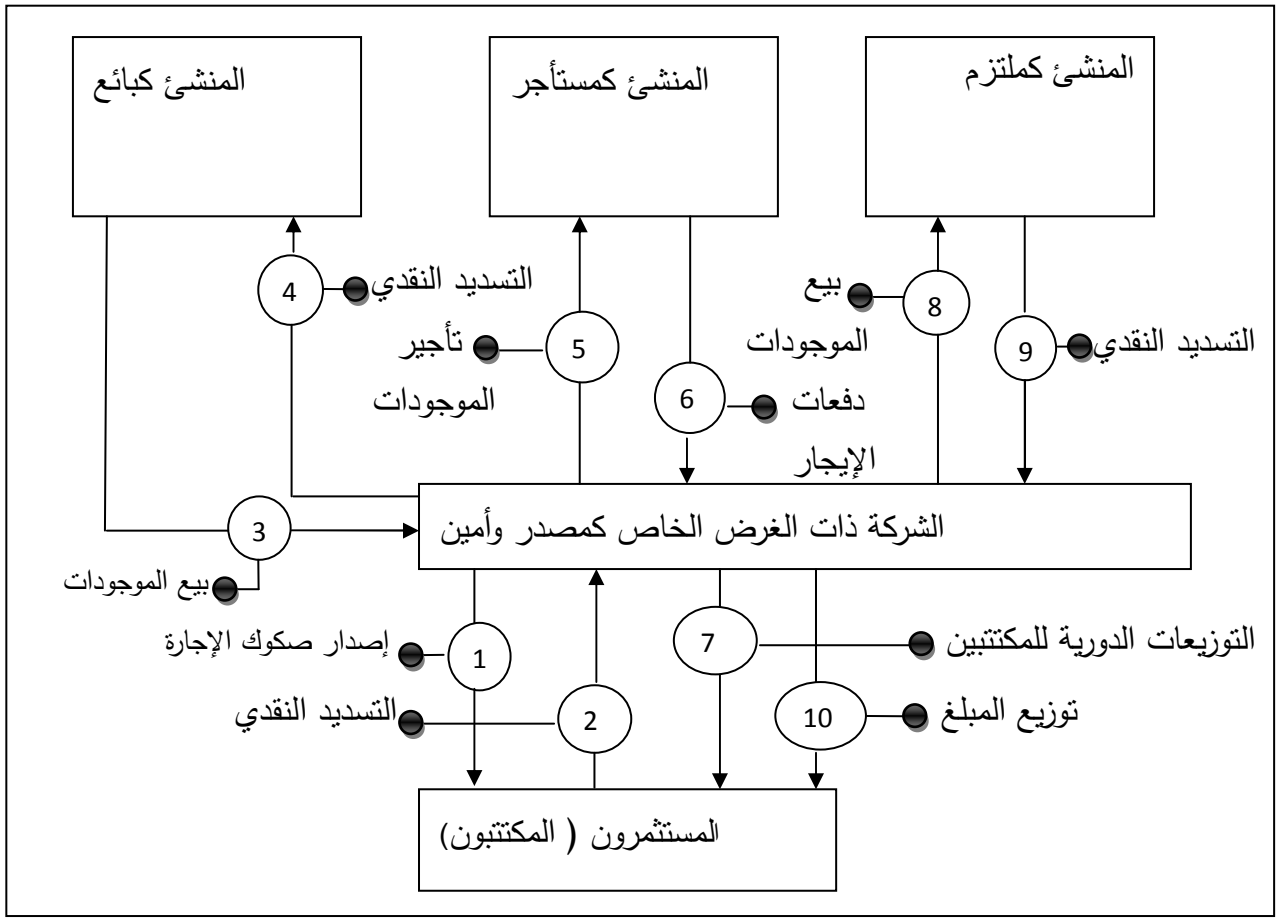
[2] نزيه حماد ، في فقه المعاملات المالية والمصرفية – قراءة جديدة –دار القلم ،دمشق، سوريا ،2007 ص ص 320،321.

[3] سلطان مونية، مرجع سابق ، ص 184.

- ليقوم بعدها المنشئ (كمستأجر) بتسديد قيمة دفعات الإيجار للمصدر (كمؤجر)، وذلك خلال فترات منتظمة.
- وعند تلقي المصدر قيم الدفعات الدورية من المنشئ (كمستأجر) يقوم بدفعها إلى المستثمرين.
- وفي نهاية مدة هذه الصكوك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص لبيع الموجودات إلى المنشئ الذي يقوم بدوره بتنفيذ وعده بإعادة الشراء.
- وعندها يدفع المنشئ (كملتزم) لسعر الممارسة.
- لتوزيع الشركة ذات الغرض الخاص حصيلة بيع الموجودات على المكتبين.[1]

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (05): هيكل صكوك الإجارة.



Source : dubai international Financial : sukuk guide book.dubai , november 2009, p 14.

[1] Dubai international financial centre ;snknk guide book, dubai, november pp14-15.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعد صناديق الاستثمار إحدى الآليات الحديثة في الأسواق المالية التي توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة المشاركة في هذه الأسواق ، فعادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة بأن لا يستثمرها في أوراق مالية ، نظرا لعدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من الأوراق، وهو ما يسمى بالمحفظة المالية ، ولعدم وجود الخبرة اللازمة لتكوينها ، ويقصد بمحفظة الأوراق المالية مزيج من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، تتكون من شخص واحد يحق له أن يريدها أربعين مديرا لها ، وهذا لتوضيح و لتفادي اللبس بين المحفظة الاستثمارية وصندوق الاستثمار.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.

أولا: تعريف صناديق الاستثمار.

يعرفها الدكتور عز الدين خوجة أنها: وسيلة من وسائل تعبئة الموارد من السوق بهذه توجيهها لمجالات استثمارية معينة ، وتمثل هذه الصناديق أوعية استثمارية جذابة بما تقدمه من مزايا للمستثمرين.[1]

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية.

هي صناديق استثمار تعمل وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الربح الحلال بعيدا عن الربا الذي حرمه الله تعالى، وفي تعريف لها هي أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأس مال الصندوق، وتلتزم إدارتها بضوابط الشريعة الإسلامية في استثمار المدخرات في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات التي يكون عملها مباح، وكذا استثمار المدخرات استثمارا حقيقيا يعتمد على صيغ الاستثمار الإسلامي، والتي تشمل كل من عقود المضاربة، المرابحة، السلم، الاستصناع ، التأجير على أن يتم توزيع الأرباح والخسائر فيها وفقا لمبدأ المشاركة.[2]

تتيح صناديق الاستثمار الإسلامية العديد من المزايا يمكن تلخيصها فيما يلي:

- حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج من خلال ضمان قنوات استثمارية وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات ، كما تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المستثمرين خاصة صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب علمي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة.

---

[1] عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، جدة، السعودية ، مجموعة دلة البركة للبحث والتطوير، الطبعة الأولى، 1993، ص 13.

[2] عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، خصائصها، أحكامها ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي المستوى الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005، ص ص 814،815.

- يمثل الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية قوة شرائية في السوق المالية لتوفرها على السيولة اللازمة للمؤسسات المالية، بما يساعد هذه المؤسسات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف.
- تساهم في تدعيم التقييم السلمي للأوراق المالية، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع.
- تتعامل صناديق الاستثمار الإسلامية في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية، مما يساعد في تنشيط وكفاءة هذه السوق.
- تفتح صناديق الاستثمار الإسلامية المجال لصغار المدخرين لدخول أسواق الأوراق المالية بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين، مما يساهم في تنشيط الحركة العامة.
- تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يحجم مالكوها عن استثمارها بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم ، فهذه الصناديق التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها مما يشجعهم على استثمار هذه الأموال العاطلة.[1]

ومن سلبيات صناديق الاستثمار تتمثل أساسا في:

- مخاطر متعلقة بإدارة الصندوق فالمستثمر ليس لديه أي سلطة على ما يتم شراؤه من أوراق مالية ، فيجب حسن اختيار المؤسسة أو الشخص الذي يتولى إدارة الصندوق، وذلك من خلال توفير المعلومات الكاملة عنها ، وأن تكون هذه المعلومات خاضعة للفحص والرقابة المستمرة من قبل الهيئة العامة لسوق المال.
- مخاطر متعلقة بالتغيرات التي تطرأ على السوق ، من هبوط في الأسعار أو ركود أو تضخم... الخ
- تعدد تواريخ الاستحقاق مما يصعب من عملية اتخاذ قرار البيع.[2]

الفرع الثاني: مشروعية صناديق الاستثمار الإسلامية.

من المعلوم أن صناديق الاستثمار بصورتها النظامية المعروفة الآن لم تكن معروفة في الإسلام ، ولقد بحث العلماء المعاصرون طبيعة عقد الصناديق الاستثمارية والتكييف الشرعي(الفقهي) لهذه الصناديق واتفق على أنها لا تخرج من عقد المضاربة ، أو عقد الوكالة بأجر، أو عقد المشاركة.[3]

صناديق الاستثمار بأنواعها التي يقوم عملها على تكوين المحافظ الشرعية المشكلة من الأوراق المالية وإعادة تدويلها في الأسواق المالية التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات بأنواعها.

- اذا كانت هذه الأسهم والأوراق المالية المشكلة لصندوق استثماري صادرة عن شركات تتعامل بالمحرمات المعروفة في فقه المعاملات المالية كالفوائد الربوية ، إنتاج الخمور، التمويل عن طريق

[1] شافية كناف، مرجع سابق، ص 305.

[2] عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات تسوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 51، 57 بتصرف.

[3] عبد الرحمان بن عبد العزيز، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 87، 91.

القروض الربوية جميع أسهم هذه الشركات محرمة، وبالتالي يحرم اقتناءها وادخلاها في هذا الصندوق الاستثماري.

- أما إذا كانت هذه الأسهم والأوراق المالية تصدر عن شركات نشاطاتها الاستثمارية، بما يتفق والشريعة الإسلامية ولها رقابة شرعية تتشرف على معاملاتها وتبعدها عن كل محظور جاز اقتناء أوراق هذه الشركات وأسهمها وإدخالها في الصندوق الاستثماري.[1]

الفرع الثالث: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى الآليات الاستثمارية الرائجة، وقد برزت أهميتها كونها تقوم بامتصاص الفائض المتراكم لدى أفراد لديهم مدخرات بغض النظر عن حجمها، ثم توجيهها نحو أغراض استثمارية لتشكل بذلك وسيطا ماليا بين فئتي العجز الفائض وازدادت أهميتها:

- لزيادة عدد البنوك الإسلامية ونموها وانتشار فكر التمويل الإسلامي القائم على المضاربة بعيدا عن الفائدة الربوية.
- لتميز صناديق الاستثمار باستقلال ذمتها عن ذمة البنك المؤسس لها، وهي بذلك تمثل أحد أهم الوسائل لدخول المصارف التقليدية في سوق الخدمات المالية الإسلامية دون حاجة إلى تغيير هيكلها الإداري ونظام عملها وترخيصها.
- بسبب قدرتها على نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية ، وتحقيق التكامل الاقتصادي بين المسلمين.[2]

إن إنشاء المصارف الإسلامية لصناديق استثمار إسلامية يمكن أن يترتب عليه العديد من الفوائد والمميزات التي لا تقتصر على المؤسسين والمستثمرين في هذه الصناديق فحسب ، بل تمتد لتشمل الاقتصاد الوطني ، وذلك كما يلي:

- الاستفادة من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصناديق، حيث يتولى إدارتها خبراء ذو كفاءة عالية لهم معرفة كاملة بأحوال السوق.
- توفر عنصر الأمان وانخفاض مستوى المخاطرة للمستثمرين، نتيجة التوزيع الكفء وفقا للقاعدة: لا تضع ما تملكه من بيض في سلة واحدة.
- تتيح الفرصة لصغار المستثمرين للاستفادة من اقتصاديات الحجم.
- وسيلة جذابة لتحقيق ربح للمستثمر، فبالإضافة للعائد على الاستثمارات يتحصل على ربح رأسمالي، ويتفادى تآكل المبلغ المستثمر بفعل التضخم.

[1] أحمد الحسن أحمد الحسني، صناديق الاستثمارية دراسة وتحليل من منظور إسلامي، الإسكندرية، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص ص 15،16.

[2] يوسف حسن يوسف ، الصكوك المالية وأنواعها ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، 2014 ، ص ص 101،102 بتصرف.

- تتيح للمستثمر الاستفادة من سيولة الاستثمار حيث يمكنه أن يسترد أمواله قبل مدة الوثيقة من خلال البورصة.
- تؤدي إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية وتعفيهم من تحمل عناء إدارة الاستثمارات.[1]
- تمثل مصدر لتوفير التمويل طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مما يمكنها من تدعيم نشاطها الاستثماري والمساهمة في تحقيق أهدافها التنموية.
- تمكن المصارف الإسلامية من مواكبة المتغيرات الدولية في تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية عن طريق ما تحصل عليه البنوك من أتعاب وعمولات.
- وسيلة فعالة لتنشيط بورصة الأوراق المالية من خلال جذب صغار المستثمرين وكبارهم.
- تمكن من تعبئة المدخرات وتوجيهها للمجالات الاستثمارية المنتجة مما يؤدي الى تدعيم الاقتصاد الوطني.[2]

الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.

أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية نوجزها فيما يلي:

أولا: صناديق الأسهم الإسلامية.

إن أول صندوق مالي إسلامي للأسهم لم يتم إنشاؤه في دول الخليج أو الشرق الأوسط أو أي من الدول العربية الأخرى، بل تم إنشاؤه من طرف أعضاء الصندوق الإسلامي لأمريكا الشمالية، في جوان 1986 تحت اسم صندوق أمانة للدخل ولا يزال الصندوق قائما اليوم.[3]

يقوم نشاط هذا الصندوق على ثلاثة مبادئ هي:

المبدأ الأول: اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر الصندوق في الشركات التي يكون متوجها محرم.

المبدأ الثاني: أن يحسب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد فيقوم مدير الصندوق بإبعادها من دخل المكتب في الصندوق.

المبدأ الثالث: أن يتأكد الصندوق من صحة البيع فلا يتعامل مع شركة تكون أصولها من الديون أو النقود لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود.

المبدأ الرابع: أن لا يقوم مدير الصندوق بمعاملات مالية غير جائزة كالتعامل بالأسهم الممتازة والخيارات المالية التقليدية.[4]

---

[1] أشرف دوابة ، التمويل المصرفي الإسلامي –الأساس الفكري والتطبيقي –، دار السلام ، القاهرة ، 2014، ص 196.

[2] يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها ، (الاستثمار ، الصناديق الاستثمارية ، الأوراق المالية والتجارية)، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية 2014 ، ص 105.

[3] Taric AL-rifai ,"islamic equity funds :ABrief industry Analysis ,"Failaka Iinternational INC , koweit, october1 , 1999,www.failaka .com ,p :01

[4] محمد علي القري ، صناديق الاستثمار الإسلامي ، مقدم لندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية ، 9-10 ماي 1997 ،ص 32.

ثانيا: صناديق السلع.

يقوم صندوق السلع على شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظرا لخصوصية عمل الصندوق وجب أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وأن يعمل مدير الصندوق على تحقيق أكبر قدر من السيولة من خلال الإدارة الفعالة للصندوق.

يتركز معظم نشاط هذه الصناديق في أسواق السلع الدولية، وسلع هذا الصندوق هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمنيوم، النحاس والبترول ويقتصر على السلع المباحة التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل يستثنى منها الذهب والفضة.[1]

ثالثا: صناديق التأجير.

يقوم هذا الصندوق على استخدام أموال المكتتبين فيه لشراء أصول ملموسة كالطائرات والعقارات والسيارات والمعدات الصناعية التي يمكن تأجيرها ، وتبقى ملكية هذه الأصول الصندوق ، ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول،وهذه الإيجارات هي مصدر الدخل للصندوق وتوزيع بالنسب على المكتتبين بالاعتماد على شهادة يحدد فيها ملكية كل من في الصندوق بنسبة مساهمته.[2]

رابعا: صناديق المرابحة.

يقوم عمل هذا الصندوق على التمويل بالأجل بالمرابحة وبخاصة أسواق السلع الدولية، يقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم بيعها لطرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل، ويكون الأجل يتراوح ما بين شهر وستة أشهر.

أصول هذا الصندوق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا السلع ويتحدد مقدار المخاطرة في الصندوق بالتصنيف الائتماني للمدين، وذلك يستطيع مدير الصندوق وضع الحذر في المستوى الذي يرغب به المستثمرون.[3]

خامسا: صناديق السلم.

يقوم مبدأ عمل هذا الصندوق على شراء مثلا كمية من زيت الزيتون الآن من المزارعين ، ويتم تسليم المبيع من الزيت وقت المحصول، ويستطيع الصندوق أن يحقق ربحا من شرائه للزيت قبل موسمه وقبل حصاده.[4]

---

[1] صفية محمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية، أنواعها وخصائصها، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون ، كلية التجارة ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، 15-17 ماي 2005 ، ص ص 849،850.

[2] صفوت عبد السلام عوض الله ، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ، كلية الشريعة والقانون ، كلية التجارة ، دبي، الإمارات العربية المتحدة 15-17 ماي 2005 ، ص 818.

[3] صفية أحمد أبو بكر ، نفس المرجع السابق ، ص ص 849،850.

[4] هشام جبر ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، المؤتمر العلمي الأول (الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحيات المعاصرة)، الجامعة الإسلامية ، فلسطين 8-9 ماي 2005 ، ص 20.

المطلب الثالث: المشتقات المالية الإسلامية.

عرفت أسواق الأوراق المالية الإسلامية تطويرا ملحوظا من حيث نطاق التعاملات المالية،أو من حيث حجم الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية ، كما كانت نتائج مؤشرات أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الغالب إيجابية ، ولتطوير أسواق الأوراق المالية ، يجب أن تتوفر أدوات الاستثمار التي تتيح فرص استثمارية لجميع المتعاملين كبار أو صغار مع أكبر عوائد وبأقل مخاطر وهذا لن يكون إلا بتطوير المنتجات المالية بواسطة الهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: عقود الخيار.

هي عقود تعطي لمالكها الحق وليس الالتزام بالبيع أو الشراء وهي محددة بتاريخ مسبق ومن أهم أنواع الخيارات: خيار الطلب أو الشراء، خيار العرض أو البيع وتعتبر عقود الخيار محرمه شرعا لما يلي:

– ما يتضمنه بيع عقد الاختيار من أكل المال بالباطل، فيما إذ لم يتهيأ لمشتريه استعماله بسبب عدم تغيير الأسعار في صالحه.

– التعامل في عقود الاختيار قائم على الغرر.

– التعامل في عقود الاختيار قائم على القمار والميسر بالنسبة لمشتري عقد الاختيار وبائعه على السواء في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين.

– عقد الاختيار يدخل في بيع الإنسان مالا يملك إذا كان محرر للاختيار

لذلك يندرج عقد الخيار في الوقت الحاضر تحت عدد من العقود والتكيفات الفقهية التالية:

– عقد الخيار هو بيع العربون.

– محل عقد الخيار هو ضمان وكفالة.

أولا: الخيار اصطلاحا في الفقه الإسلامي.

وهو ما يثبت لأحد العاقدين من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك.[1]

ثانيا: عقد خيار الشراء هو بيع العربون.

خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار فيدفع من ثمنها جزءا (عشرة دنانير مثلا) ويقول للبائع اذ لم اشتر منك غدا فالدنانير العشرة لك ، ويعد العقد ملزما في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها.

ودون الخوض في الخلاف الفقهي في بيع العربون، فالأرجح هو المحيرين خاصة، وإن أدلتهم هي الأقوى بالإضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر

[1] سمير عبد الحميد رضوان حسين، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر 2005، ص 521.

والحرج والمشقة ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم والسماح بإيقاع الضرر والمتمثل في تقوية الفرص على البائع أو المؤجر أو تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها.

وقياسا على حكم بيع العربون يمكن القول بجواز عقود الخيار للشراء إذا سلمت من المخالفات الشرعية، والتي تمس الأصل المتعاقد عليه ومدى توافقها مع أحكام الشريعة.

ثالثا: عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة.

الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة لقوة الأدلة، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة أو بما يخالف المقاصد الشرعية.[1]

وقياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكات وبشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.

كنتيجة لما سبق فإن التكييف الفقهي لخيار الشراء والبيع إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرج والمشقة.

<u>الفرع الثاني: العقود الآجلة.</u>

هي عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ وتعتبر المعاملات الآجلة محرمة شرعا وذلك لما يلي:

– لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم المبيع وهو هنا الأسهم وهو محرم شرعا .

– ما فيها من تأجيل الثمن والمثمن وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

– إن غالب التعاملات في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف وهو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده.

من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فان العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائز مشرعا.

هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يؤجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم ، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور.

– إن المسلم يباع قبل قبضته.

– رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكان البدلين فيه مؤجلان.

– أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضها تحقيق الربح.

[1] كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 13.

الفرع الثالث: العقود المستقبلية.

العقود المستقبلية هي عقود يتم فيها الاتفاق على الشيء المبيع وسعره وكميته عند إبرام العقد ، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في المستقبل ، فالعقد المستقبلي عقد على شيء معين أو موصوف في الذمة مؤجل بثمن مؤجل وتنقسم العقود المستقبلية إلى :

أولا: العقود المستقبلية للسلع.

لا يجوز إبرامها وذلك لما يلي:

– ما في هذه العقود من تأجيل الثمن والمثمن وهذا لا يجوز.

– ما في العقود من الربا المجمع على تحريمه وهو ربا السيئة وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة.

ثانيا : العقود المستقبلية على الأوراق المالية .

وفيها العقود المستقبلية على الأسهم والعقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكلاهما محرم للأدلة التالية:

– لما في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم وفي ذلك تأجيل المبيع المعين وهو غير جائز شرعا.

– في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن والمثمن وهو لا يجوز لأنه من يبيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

– لا يمتلك البائع في الغالب الأسهم التي ابرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوكا لغيره.

– العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: وتعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة وحكمها الفقهي والتحريم لما يلي:

لما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل وهو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهى عليه.

– الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود وإذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه فكان حراما.

ثالثا: العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم وحكمه التحريم.

– لما في هذه العقود من وقوع العقد على ما ليس جمال، ولا يؤول إلى المال.

– لما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين لأن حقيقتها هي المراهنة من حيث بلوغها رقما معينا أو عدمه على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بسعر التنفيذ وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المطلوب.

رابعا: العقود المستقبلية على العملات.

وهي محرمة شرعا لما يأتي:

– فيها يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

– ما في هذه العقود هي ربا وهي ربا النسيئة.

– ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية والمحاسبية على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسلم منويا للمتعاقدين.[1]

[1] قط سليم، مرجع سابق ، ص 234.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية.

تعتبرا الأدوات المالية الإسلامية من أبرز المنتجات التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية والتي ما إن طرحت في أسواق المال الإسلامية حتى لقيت رواجا كبيرا ، وهذا المبحث يدرس تطور هذه الأدوات المالية الإسلامية والعوامل التي ساعدت على ذلك في تفعيل وظيفة السوق المالية الإسلامية وتنشيطها وتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكذلك تجميع وحشد الموارد المالية الإسلامية ودورها في إضافة مؤسسات مالية جديدة للسوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: أهمية الصكوك المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية.

تعد الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتعمل الصكوك المالية الإسلامية على تعبئة الموارد وتوفير السيولة في السوق المالية الإسلامية ، وفي هذا المطلب سنحاول التعرف على دور الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية وتفعيل وظيفة السوق .

الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية.

تأتي أهمية الصكوك من الواقع الحالي للمالية الإسلامية ومن الهدف المأمول في إنشاء السوق المالية الإسلامية حيث يشير الواقع الحالي الى ضرورة الإسراع في تطوير واستحداث أوعية ادخارية تتناسب مع النمو المسارع في حجم المدخرات من ناحية ،وتوفير فرص لاستغلال هده المدخرات في النشاط الاستثماري من ناحية أخرى، أما الهدف المأمول فهو إبراز وتعميق الدور الاستثماري والتنموي للمؤسسات المالية الإسلامية .

ويعتبر إصدار الصكوك الإسلامية من أنها من المبتكرات المالية نظرا لأنها تفيد في تطورات السوق المالي لإزالة الحواجز بين النشاط المصرفي الاستثماري والتجاري، حيث يمكن من خلالها تمويل الأنشطة الاستثمارية والتجارية من خلال وعاء ادخاري مصرفي كما تفعل المصارف الشاملة ، حيث تهتم الصكوك في تطوير المؤسسة المالية الإسلامية إلى مؤسسة شاملة تنوع في المنتجات وتقدم الوساطة والتمويل والتجارة والخدمات.[1]

الفرع الثاني : دور الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة السوق المالية الإسلامية.

تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة في السوق المالية الإسلامية من خلال العناصر التالية:

- إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية الإسلامية سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة وهو ما يعد أمر حيويا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد ، حيث تتعدد أنواع وأجال الصكوك فيمكن

[1] أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة ، مصر، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، 2014، ص96.

إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجه فيه المشروع ، حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات الزراعية الصناعية العقارية.

- تعد الصكوك الإسلامية أحد الأدوات المهمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية ويمكن أن تساهم بشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية.
- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي الإسلامي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدار وتداولا إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية الإسلامية.
- إن ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية الإسلامية لما يترتب عليها في تعميق السوق واتساعه حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك ، ويكون من صالح السوق المالية الإسلامية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.[1]
- تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة التدفقات من الاستثمار الإسلامي الأمر الذي ينتج عنه انفتاح السوق المالية الإسلامية عالميا ، والمساهمة في حملة الإصلاح والأعمار المالي الذي تسعى اليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية ، مما يساعدها على دمج الأسواق المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيرها فعالة ، خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكل مصدر قوة لاقتصاديات شركات المساهمة.[2]

الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية.

الهندسة المالية أنتجت الصكوك الإسلامية للمصالح الكبيرة التي تقدمها، فهي أداة مهمة لتنشيط السوق المالية الإسلامية، فالصكوك تسد الحاجات التمويلية لبناء المشاريع بكافة أنواعها وتستوعب فوائد التمويل وتفتح للناس مجالات استثمارية واسعة لتوظيفها في مشاريع تنموية وتنويع العروض في السوق المالية الإسلامية مع اطمئنان حاملها بمشروعيتها، ومخاطرها المنخفضة إلى غير ذلك من المصالح التي تحققها الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية الإسلامية ودورها في إضافة مؤسسات.

تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وحشد الموارد المالية وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع أجالها ما بين قصير ، متوسط وطويل الأجل ، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية ، كما تساهم الأدوات المالية الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة تنظم هذا الإصدار وتشرف عليه.

[1] كناف شافية ، مرجع سابق، ص 14.

[2] بحوصي مجدوب، مولاي أسماء، دور الأدوات المالية الإسلامية في الأزمات في الأسواق المالية بورصة ماليزيا نموذجا، الملتقى الدولي الثالث الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13 أفريل 2016 ، ص 9.

الفرع الأول: تجميع وحشد الموارد المالية للسوق المالية الإسلامية.

أولا: إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية.

حيث يمكن أن تشكل أسهم هذه الشركات إضافة نوعية للأسواق المالية حيث تعمل على تفعيل أنشطة هذه الأسواق وذلك للحجم الكبير الذي يمثله رأس مال هذه الشركات، وتجدر الإشارة إلى أن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها، الغالب على نقود وديون التي تمثل نسبة كبيرة من استثمارات هذه البنوك غير أن هذه المشكلة يمكن للبنوك الإسلامية تجاوزها من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية.

تعمل الصكوك الإسلامية على تنمية الطلب على السيولة النقدية في الأسواق المالية وهو جانب هام في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في نظام مالي هو جانب هام في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في نظام مالي هو جانب الطلب والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.

ثانيا: زيادة رسملة الأسواق المالية وعدد المتعاملين فيها.

تنوع الصكوك الإسلامية من حيث النشاط والآجال يمكن من تهيئة السوق المالية لاستيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلو مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية ، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات المجتمع التي كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية ، وبالتالي فهذه الصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات المجتمع التي كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات المالية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق .

ثالثا: تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة.

تساعد عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل وذلك بانتقال الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لصالح الجمهور لحسابه كصناديق الاستثمار، إلى جانب توجيه طالبي التمويل بإصداراتهم مباشرة إلى سوق الأوراق المالية دون اللجوء إلى تنشيط السوق المالية التقليدية ، وبذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي وسوق الأوراق المالية مما يؤدي تنشيط السوق المالية من خلال تداول الأصول المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك.[1]

إن النجاح في إنشاء السوق المالية الإسلامية تم بقاؤها ونموها على المدى الطويل لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على اختصاصها بمزايا فريدة يتيح لها مفهوم العمل وفق الأحكام الشرعية ، وهو الدور الذي يمكن أن تحققه الصكوك الإسلامية حيث أن

[1] معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، الجزائر أيام 3-4 ديسمبر 2010 ، ص 10.

استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل جميع فئات المستثمرين والهيئات المالية يؤدي الى تقديم دور السوق المالية وذلك من خلال:

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق التي تشمل صكوك الشركات ، صكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية.
- توسيع قاعدة المؤسسات المشاركة في السوق المالي، والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدار وتداولا وتشمل المصارف الإسلامية والتقليدية أيضا وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسطية.
- كما ترتفع كفاءة السوق المالية الإسلامية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه.

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة للسوق المالية الإسلامية.

- **موحد العملة:** يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة وإعداد دراسات جدوى، ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة تسمى عمولة موحد العملية.
- **المنشأة ذات الغرض الخاص:** وهي الجهة التي تتولى لما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المسير بالوكالة.
- **متعهد تغطية الاكتتاب:** وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغطي (أي التي لم يتم الاكتتاب بها) وذلك لطرحها لاحقا للتداول.
- **متعهدات إعادة الشراء:** وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.
- **وكيل الدفع:** وهي الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها والتي تتمثل في تصفية الإصدار أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.
- **الأمين:** وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب، وذلك للنيابة عنهم وإدارة شؤونهم والمحافظة على رفوفهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.[1]

الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية.

إن النجاح في إنشاء السوق المالية الإسلامية ثم بقاؤها ونموها على المدى البعيد لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على امتلاكها لمزايا غير متوفرة في السوق المالية التقليدية، وعلى ذلك فإن قيام السوق المالية الإسلامية ونمو نشاط ها في البلدان الإسلامية

[1] زهرة علي محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، الأردن، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك،2008، ص193.

وفي الخارج أيضا يعتمد على تقديرها لخدمات جديدة واختصاصها لمزايا فريدة يتيحها لها جوهر المفهوم الإسلامي وهو الدور الذي يمكن أن تحققه آلية الصكوك الإسلامية ، حيث ان استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمؤسسات المالية.

والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالي ، ويكون ذلك من خلال:

– توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، صكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية.

– تطوير الصكوك الإسلامية بالجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

– ضرورة العمل بالمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والالتزام بها والتعاون مع هذه الهيئة للاستفادة من خبراتها في هذا المجال.

– الاستفادة من الاعتراف الدولي بالصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة وتطوير السوق المالية الإسلامية.[1]

الفرع الرابع: تطبيقات بعض أنواع الصكوك الإسلامية على السوق المالية الإسلامية.

لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة إيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نظر لها وتؤدي دورها التمويلي والتنموي مثلها مثل نظيرتها التقليدية، كما تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية بأنواعها المختلفة، وهنا نبرز الخصائص والمزايا التي دعمت السوق المالية الإسلامية.

أولا: صكوك المضاربة في السوق المالية الإسلامية.

هنالك عدة خصائص لصكوك المضاربة تساهم في دعم السوق المالية الإسلامية وهي على النحو التالي:

- **خاصية التداول في الأسواق المالية:** تتميز صكوك المضاربة بأنها توفر لصاحبها خاصة الدخول أو الخروج من المشروع الاستثماري، وتوفر السيولة اللازمة في الوقت المناسب لحاملي هذه الصكوك سواء كانوا مؤسسات مالية ومستثمرين.
- **خاصية الوساطة المالية:** تقوم صكوك المضاربة أساسا على وظيفة الوساطة المالية من خلال دفع مال المضاربة لأطراف استثمارية أخرى فيكون في هذه الحالة بمثابة رب المال والآخر مضارب كما تتبع صكوك المضاربة استدعاء الأموال وفق احتياجات الاستثمار، بتقسيم رأس المال إلى صكوك تناسب رغبات الأفراد المدخرين وتحشد الموارد المالية.

[1] مختار بو نقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسة المالية الإسلامية (دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مبتكرة لعينة من المؤسسات المالية الإسلامية) خلال الفترة 2007–2012، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص 51.

- **خاصية المرونة** : وتتميز صكوك المضاربة بالمرونة من خلال:
  - قدرة صكوك المضاربة على تمويل مشروعات مختلفة الأحجام بالنسبة لرأس المال وعلى هذا يمكن تمويل مشروعات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة.
  - قدرة صكوك المضاربة على تمويل مشروعات لجميع القطاعات.
  - مرونة صكوك المضاربة في شروطها حيث تتيح هذا من خلال تلك الشروط حرية الاتفاق بين الطرفين على توزيع الأرباح حسب الاتفاق.
- **خاصية الرقابة:** تتميز صكوك المضاربة بأنها توفر أساسا صحيحا للتحقق من التزام مدير صكوك المضاربة بالمعايير المحاسبية مثل الشفافية والإفصاح.[1]

ثانيا: صكوك الإجارة في السوق المالية الإسلامية.

لصكوك الإجارة العديد من الخصائص والمزايا المهمة التي تجعلها عنصرا مهما في الأسواق المالية الإسلامية ، ومن أهم هذه الخصائص أن صكوك الإجارة مبنية على عقد من أهم العقود في الشريعة وهو عقد الإجارة ولما ينطوي عليه هذا العقد من مرونة كبيرة ، كما أن صكوك الإجارة أوراق مالية قابلة إجمالا للتداول في الأسواق المالية بعد إدراجها في السوق وفق الأنظمة المتبعة ، كما تعد صكوك الإجارة من أدوات التمويل بالدين وهو ما ينتج لها فرصة واعدة في السوق المالية الإسلامية، ويقدمها كما هي متوافقة مع الشريعة لبعض الأوراق المالية الربوية المحرمة كالسندات وأدونات الخزينة مع التأكيد في هذا المقام على أمرين الأول أنه توجد فروق رئيسية بين صكوك الإجارة ملكية موجودات وبالتالي فإن مخاطرهما والية تسعيرها تكون مختلفة، والأمر الثاني أنه على الرغم من أن صكوك الإجارة وفق أطر معينة قد تلبي احتياجات طالبي التمويل يستغني عن السندات إلا أنه من الخطأ اعتبار الصكوك عموما وصكوك الإجارة خصوصا بديلا للسندات بل هي في الواقع نوع خاص من الأسهم ولها صيغ متنوعة بشكل كبير، يقترب عدد محدود منها من خصائص السندات.

علاوة على ذلك تتمتع صكوك الإجارة بمرونة عالية تتجلى في إمكانية تنوع مصدرها والوساطة المالية التي تتضمنها، كما تتميز صكوك الإجارة بتنوع هياكلها وتنوع الصور المندرجة تحت كل هيكل بسبب المرونة الكبيرة في إضافة الشروط والقيود التي تلبي حاجات ورغبات من الممولين والمستثمرين ويفتح أمامهم أفاقا واسعة من البدائل والإمكانيات.[2]

[1] فراحتية العيد، بوطورة فضيلة، الأهمية الاستثمارية لصكوك المضاربة ودورها في تنشيط الأسواق المالية، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27 –26 أفريل 2016 ص 4.

[2] عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية –حالة صكوك الإجارة السعودية كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013، ص ص 7، 8.

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية.

يساهم تداول صناديق الاستثمار الإسلامية في تجميع مدخرات ضخمة من المدخرين، كانت عاطلة نتيجة الامتناع عن الاستثمار الذي يخالف الضوابط الشرعية.

أولا: تنشيط السوق المالية الإسلامية.

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة السوق المالية الإسلامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق.[1]

ثانيا: انتظام السوق المالية الإسلامية.

فضلا عن كون صناديق الاستثمار الإسلامية تعمل على تنشيط واتساع السوق المالية الإسلامية ، فإنها تضمن أيضا انتظام السوق بعدم تعرضها للتقلبات الفجائية التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات على الأوراق المالية ، وبذلك فإن هذا النوع من الصناديق لا يغامر بهذه المضاربات بل يعمل على تكوين محافظ من الأوراق المالية الجيدة.

ثالثا: تدويل السوق المالية الإسلامية.

حيث تساهم هذه الصناديق في التحول نحو العالمية من خلال تدويل هذه السوق مستقبلا فتنشيطها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها.

رابعا: المحافظة على توازن السوق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها.

حيث تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءتها إذ يتم ذلك من خلال:

– تتميز ردود الأفراد في سوق الأوراق المالية عادة بالانفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب اهتزازات في سوق المال، بينما تكون تصرفات مديري الصناديق عقلانية إلى حد كبير وتقوم على أساس علمي سليم.

– كما أنها قد تقوم في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن.

– تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلة بدقة والتصرف بالبيع أو الشراء وفقا لتلك المعلومات معا ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، مما يعني زيادة في كفاءة السوق المالية الإسلامية.[2]

---

[1] حمزة فطيمة، عطية حليمة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال – دراسة تجربة صندوق وبخيث السعودي خلال الفترة (الربع الثاني من 2015) مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر، أيام 12–13 أفريل 2016، ص8.

[2] بو جلال محمد، زايدي مريم، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، آليات ترشيد الصناعة المالية ، الإسلامية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 8–9 ديسمبر 2013 ، ص 13.

خامسا: امتصاص وتوفير السيولة اللازمة.

حيث تساهم صناديق الاستثمار في امتصاص السيولة من المجتمع ، وبالتالي خفض التضخم من جهة ، ومن جهة ثانية فإنها توفر السيولة اللازمة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها تمثل قوة شرائية في السوق المالية الإسلامية مما يساعد المؤسسات المالية الإسلامية على الاتجاه للسوق لتمويل نشاطها بدلا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض ، حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج حيث تؤدي هذه الصناديق إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد يناسبهم الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم المالية عن دورة النشاط الاقتصادي القومي ، وكذلك فتح المجال أمام المدخرين وبخاصة المسلمين الذين يرغبون بالاستثمار في الأوراق المالية ولكن تنقصهم الخبرة أو المقدرة للقيام بذلك.[1]

[1] بو جلال محمد ، زايدي مريم ، نفس المرجع السابق ، ص 14.

خلاصة :

يعتبر سوق رأس المال دلك الإطار الذي يتم فيه الجمع بين أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول مختلف أنواع الأدوات المالية وتوفر التمويل للاقتصاد ككل، فهو سوق يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل ، مما يوفر السيولة من أجل تمويل المشاريع اللازمة .

ومن أجل رفع كفاءة سوق رأس المال تم استحداث أدوات مالية عديدة من بينها: الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية و المشتقات المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عملت على تطوير الأسواق المالية الإسلامية.

الفصل الثالث:

دور تطبيق الأدوات المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية الماليزية.

تمهيد.

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وظائفها، شروط إنشاءها، مميزاتها.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

المطلب الثالث: المشتقات المالية المتداولة في ماليزيا.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية في ماليزيا.

المطلب الثاني: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

خلاصة.

تمهيد:

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد تجربة تستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة، وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحضى بالاهتمام والمتابعة لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة.

وفي وجود قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزية لإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية، ومنها بالخصوص إصدارات الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة والشركات زاد في نجاح التجربة الماليزية، مما جعلها مركزا للصناعة المالية الإسلامية عالميا، هذا في وجود هيئات رقابية رسمية وشرعية تعمل على توفير المناخ المناسب لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية التقليدية كانت أم إسلامية ، بتكييفها وفقا لأحكام الشرعية.

فالصكوك الإسلامية أصبحت تلعب دورا هاما في سوق الأوراق المالية الماليزية، وفي وجود شركات تعمل على إصدارها ومستثمرون يقبلون بشرائها، وأثر وقوانين وضوابط تحكم إصدارها.

فجاء هذا الفصل ليدرس ويحلل الجوانب التطبيقية لدور الصكوك في السوق المالية الماليزية، سنتطرق فيه إلى مجموعة من المباحث التالية:

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.

المبحث الثاني : الأدوات المالية الاسلامية المتداولة في ماليزيا.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.

مر الاقتصاد الماليزي بعدة مراحل إلى أن وصل إلى موقعه بين الاقتصاديات الكبرى في العالم، وذلك من خلال عدة تجارب للتنمية وبرامج للنهضة، وتمتلك ماليزيا سوق مالي وصناعي حديثين، فالسوق المالي يقوم على جزئين، جزء يتم فيه التعاملات والتعاقدات المالية وتداول المنتجات المالية التقليدية، وجزء خاص بالتمويل الإسلامي يتم فيه التعامل وفق المرجعية الشرعية، ويتم فيه تداول المنتجات المالية الشرعية وتحت هيئة رقابة شرعية.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها.

يعتبر سوق رأس المال الماليزي جزءا مهما في النظام المالي الماليزية له عدة أقسام تميزه، وفي هذا المطلب سنتطرق إلى نشأة ومفهوم وأقسام سوق الأوراق المالية الماليزية.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية.

- فالمفهوم العام لسوق الأوراق المالية الماليزية يطابق المفهوم العام للسوق بأنه ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل ، من طرف الطالبين –أصحاب العجز الملكي – والمعارضين عليها – أصحاب الفائض المالي– وفق قواعد ونظم تحكم عملية التبادل وتسهر إدارة السوق على تطبيقها.

ويضم سوق الأوراق المالية الماليزية كل سوق الأوراق المالية التقليدي على جانب سوق الأوراق المالية الإسلامي للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك MESDAK، والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان LABUAN .[1]

وكباقي الأسواق فهو يضم سوقين واحدة سوق منظمة وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات الذي يعتبر هذا الأخير أهم الأسواق الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأمد، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية وباعتبارها ميدان خصب للمنافسة بين الشركات لاجتناب والحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن.[2]

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية.

لقد بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية ، ففي عام 1930 م أسست أول جمعية للسمسرة في بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية وسوق رأس المال في ماليزيا ، ظهر ببعده الحقيقي في أوائل الستينات وبالضبط في 9 ماي 1960 م، وتمت عملية تطويره وبعد هذا السوق قطاعا جديدا مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تحويل الأنشطة الاقتصادية، وفي البداية شكلت

[1] عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006، ص 380، 383.

[2] نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية ، غزة ، 2007، ص 84 ، غير منشورة.

سوقا منظمة مشتركة مع سنغافورة ، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف ، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي عام 1964 م انفصلت بورصة سنغفورة عن ماليزيا ، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها عام 1976 م بكوالا لامبور لتدارك الأسهم الى أن بداية نمو سوق رأس المال كان في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال اصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية " MGS" ومن ذلك الحين أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير القطاع القومي وتعتبر شركة " ARAB AMF MALAYSIAN FINANCE BOND" أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا في عام 1980 م ، وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام ، سوق رأس المال في ماليزيا تطور تطورا ملحوظا بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالا لامبور للأسهم " KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE" التي أسست عام 1994م، وأعيد تسميتها فيما بعد ببورصة كوالا لامبور للأسهم المحدودة" KUALA LUMPUR EXCHANGE STOCK BHD وبعد تاريخ 20 أفريل 2004م، عرفت باسم البورصة الماليزية " BURSA MALAYSIA" التي تتداول فيها الأوراق المالية لاسيما الأسهم وما يتعلق بها من مشتقات ، سندات إلى جانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة " CALL WARRANTS " وشهادات الشراء من الأسهم الجديدةWARRANTS ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة والتكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعات العام والخاص.[1]

الفرع الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية.

تنقسم بورصة ماليزيا حاليا حسب الأدوات المالية المتداولة فيها:

أولا: سوق الملكية.

تمثل سوق الملكية في ماليزيا ممثلة في أهم سوق ، وهو سوق الأسهم الذي يوفر للمستثمرين فيه فرص كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم ، كما توفر هذه السوق الفرصة في استثمار طويل الأمد وهي تمكن لأن يصبح المستثمر مالكا لجزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة ، مما يسمح له بالحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة.[2]، أو بتحمل خسارة إن تحققت بالإضافة إلى ذلك فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدور تداول البورصة الماليزية التي تأسست عام 1973 م بإسم بورصة كولا لامبور للأوراق المالية المحدودة ، ويحكم هذه البورصة عدة قوانين .[3]

شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها منها قانون الشركات الصادر عام 1965 م وتعديلاته عام 1986 ، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته عام 1987 م ، مجموعة

[1] الزغبي حمو ، أزغار يحي ، الصكوك الاسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية– التجربة الماليزية سوريا–، الاقتصاد الإسلامي العالمية ، مركز فقه المعاملات المالية الإسلامية ، العدد 34، 2015، ص 4.

[2] Bursa malysia , market ,on line available at : http// www.bursa malysia.com/ market / 10/04/2019.

[3] Securities commission malysia ,available at :www.sc.com.my/legislation 16/03/2019

القوانين في الحيازة والاندماج سنة عام 1987 م، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991 م، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 م وتعديلاته 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011.

وفيما يلي عرض أهم الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية.

- **الأسهم العادية:**

وهي تلك الوثيقة المالية التي تصدرها الشركة المساهمة وتسمى أيضا بأسهم الملكية مما يجعلها من أخطر رؤوس أموال الشركة وتضمن لمالكها حقوقا من ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة ، وحق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق انتخاب وإقالة المديرين وواجبات المالكين لتحمل الخسائر الناتجة عن عمل الشركة ، وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم.[1]

- **الأسهم الممتازة:**

هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة ، مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية مقابل سقوط حق حملتها في التصويت ، كما لهم الحق في الترتيب مقارنة مع حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة.[2]

ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى :

- ✓ **الأسهم الممتازة المشاركة:** وهي تلك الأسهم التي لها عائد ثابت من الربح مقابل عدم تمتعها بالمشاركة في الأرباح.
- ✓ **الأسهم الممتازة التراكمية:** وهي التي يحق لحملتها الحصول على أرباح تراكمية إضافة إلى عائد ثابت من الربح ، وتمنح قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.
- ✓ **الأسهم الممتازة الغير تراكمية:** وهي التي يفقد حاملها الحصول على الأرباح التراكمية في حين يحق لحملتها الحصول على عائد ثابت من الربح.
- ✓ **الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء:** وهي التي يمكن استدعاءها من طرف الشركة في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق ، مقابل قيمة أعلى من قيمتها الإسمية.
- ✓ **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى ، عادة ما تكون أسهمها عادية.

[1] Bursa malysia , market Securities on line at : http// www.bursa malysia.com/ market/ Securities/equities/ products / shares.

[2] Bursa malysia , market Securities on line,available at : http:// www.bursa malysia.com/ market Securities/equities/ products / shares

✓ **وحدات الاستثمار العقاري:** وهي وحدات الإستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها ، كما تمنح لحائزها بامتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات بالإضافة للحصول على عائد ثابت واحترافية في التسيير.[1]

ويتم قيد الشركات التي تريد تسجيل في البورصة في إحدى الجدولين:

– الجدول الأساسي main board : يتمثل في قائمة أولى من الشركات تسجل فيها وفقا لمتطلبات جد محدودة تضبطها إدارة السوق ، تتمثل في الأساس قيمة رأس المال الذي لا يقل عن 60 مليون رينجت ماليزي.

– الجدول الثانوي : هو عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات الأصغر، التي لها خصائص نمو جيدة ولا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجت ماليزي ، وأقل من 60 مليون رينجت ماليزي ، في حين بورصة ماليزيا في عرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة التي هي عبارة عن تسجيل في أسهم الشركات المرتبطة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتقدمة والتي لم يتم تسجيلها في الجدولين السابقين .[2]

ثانيا : سوق السندات.

عرفت سوق السندات في ماليزيا تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية السندات المستعملة، حيث تركز هذه السوق على العمل على تنويع القاعدة المالية في شكل جيد لتلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي ، واتخذت الحكومة إجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق ، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات حيث بلغت في نهاية ديسمبر 2010 ما يفوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97% من الناتج الداخلي الخام واعتبارها كواحدة من أسرع أسواق السندات نموا في آسيا غير أن الأزمة الاقتصادية التي ضربت البلاد في عام 1997 أثرت على القطاع المصرفي بشكل كبير ، حيث كان حذرا جدا في تقديم القروض الجديدة في فترة ما بعد الأزمة وكانت نسبة للتمويل بالسندات تقارب 10% من الناتج الداخلي الخام .[3]

فكان التوجه نحو سوق السندات كبديل لجمع الأموال من طرف الشركات ، غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الإصدار في ذلك الوقت حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 09 إلى 12 شهرا ، مما أدى بالحكومة للإسراع في علاج جوانب القصور الموجودة في سوق السندات ، حيث عملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في 1999 ، هدفها توجيه السياسات وتحديد وتنفيذ الاستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق.

ويتم تداول كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات في ماليزيا.

---

[1] Bursa malysia , market Securities on line,available at : http:// www.bursa malysia.com/ market Securities/ equities/ products / shares.2019/04/10

[2] نبيل خليل طه سمور ، مرجع سابق، ص 87.

[3] محمد غزال مرجع سابق، ص 166،167.

- **السندات الحكومية:**

يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي عادة تاريخ استحقاقها طويلة الأجل ، وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد البلد وحالة العجز في ميزانية الدولة وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي.[1]

– تم إصدار لأول مرة هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينات وكانت تعرف باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية، وتمثل الهدف من إصدارها تمويل المشاريع التنموية الحكومة طويلة الأجل كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- **سندات الشركات:**

وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية لهذا القطاع ولقد شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايدا في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة ظهور السندات الإسلامية.

ثالثا : سوق المشتقات.

ضمن الخطة المتبعة من طرف ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة وعلى تزايد تدفق الاستشارات الأجنبية نحو ماليزيا أصبح من الضروري إدخال المشتقات المالية إلى السوق لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة، حيث بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالا لامبور للسلع، وكانت عقود المستقبليات المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، لتداول بعدها سائر العقود من مستقبليات وخيارات وعقود أجلة .[2]

وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو cme حيث تمتلك هذه الأخيرة 25% من رأس مال بورصة ماليزية لمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالمية فضلا عند التوزيع عند التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا[3].

وتنقسم عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية :

- **عقود الخيارات:**

وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار لمؤشر كوالا لامبور.

---

[1] Bond market –development in malysia , overnew available at : www.sc.com my main-asp ? paged 261. Menuid350 linked=type 10/04/2019.

[2] سعيدة حرفوش ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدية ، 2009، غير منشورة ، ص 157.

[3] Bursa malysia,coporate-history, on line avaibable at : http:// www.bursa malysia.com /corporate/ about-us/ corporate-history / 10/04/2019.

- **عقود المستقبليات:**

وتوجد العقود التالية :

- ✓ **عقود مستقبليات السلع:** وتنقسم إلى عقود مستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود مستقبلات لزيت النخيل الخام بالدولار وعقود مستقبليات لزيت نواة النخيل الخام.
- ✓ **عقود مستقبلات الأسهم:** وتنقسم بدورها إلى عقود مستقبليات لمؤشر كوالا لامبور وعقود مستقبليات الأسهم الواحدة.
- ✓ **عقود المستقبليات المالية:** وتحتوي على عقود مستقبليات بمعدل الاقتراض بين معدل سندات كوالا لامبور لمدة ثلاث أشهر وعقود مستقبليات الأوراق الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات وعقود مستقبليات للأوراق الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات.

رابعا: مركز لوبوان للتعاملات المالية الدولية.

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لوبوان للتعاملات المالية الخارجية ، وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدأ بالتعامل في سوق لوبوان الدولي للأوراق المالية ، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالية المحلي ويخضع لإشراف البورصة الماليزية، تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز، كما أنه يتمتع لمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي وتكلفة تعاملات منخفضة.[1]

خامسا: السوق المالية الماليزية الإسلامية.

تؤدي هذه السوق مند إنشاءها دورا هاما في البورصة الماليزية شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو والتطور الاقتصادي لماليزيا وكون غالبية سكان ماليزيا من الملايين المسلمين أدى عزوفهم على التعامل بالسندات التقليدية مما أدى بالسلطات الماليزية إلى إنشاء هذه السوق التي تعمل على توفير احتياجات ماليزيا من الموارد المالية، وباستعمال أدوات الاستثمار المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية في سوقين رئيسيين:

- **السوق الأولي (سوق الإصدار):**

وتنشط فيها كل من الحكومة والشركات الخاصة الماليزية وتهدف من ذلك توفير التمويل اللازم لتمويل استثماراتها طويلة الأجل.

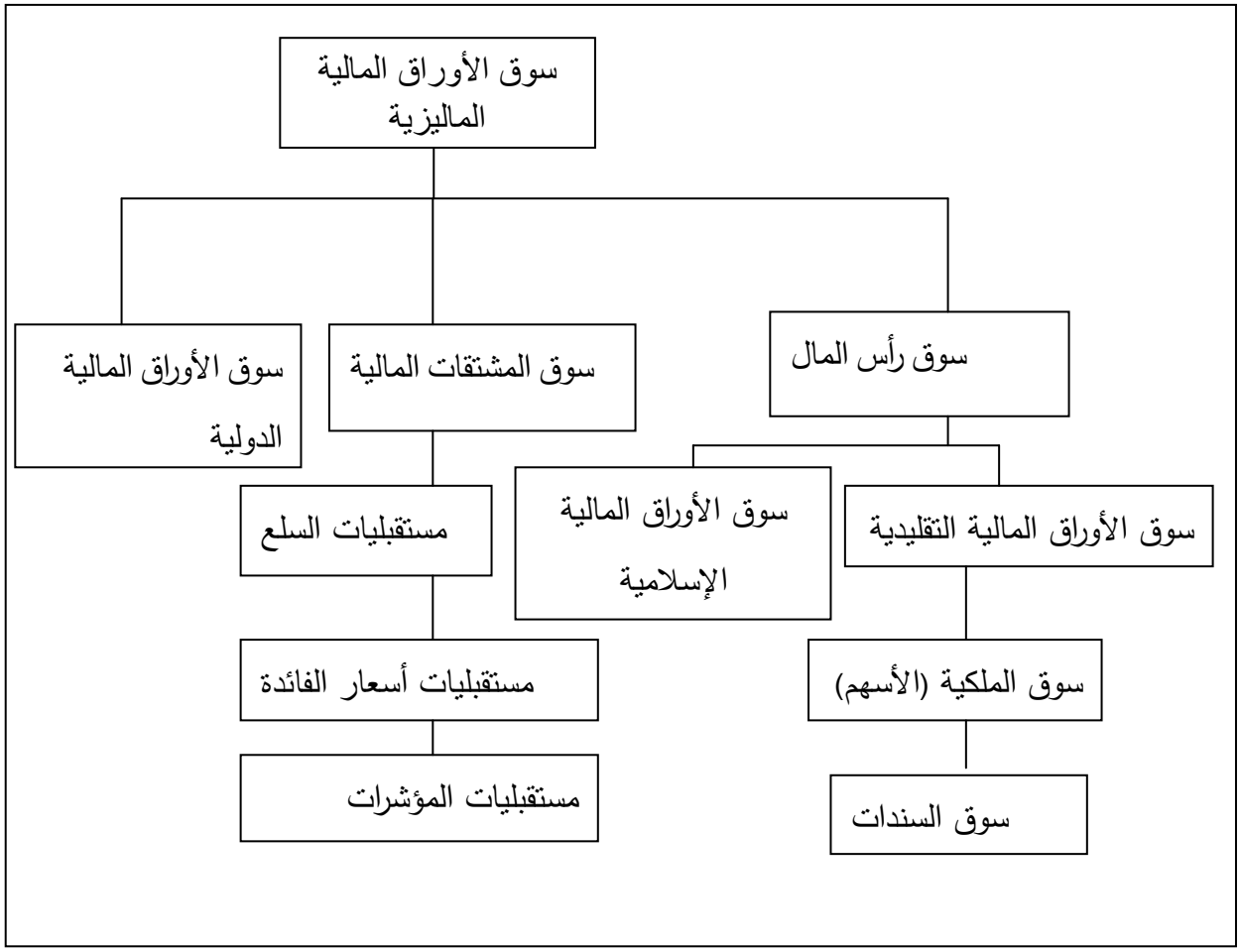
- **السوق الثانوي أو سوق التداول:**

ويتم تداول فيها الأوراق المالية المصدرة في سوق الاكتتاب في أسواق منظمة كالبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة أو في سوق mesdaq أو السوق الغير منظمة.[2]

[1] Lubuan finnancial exchange , about as , on line availablle atM http:// lf e=xsys.lfx.com my/ content/ about/ about/asp 10/04/2019.

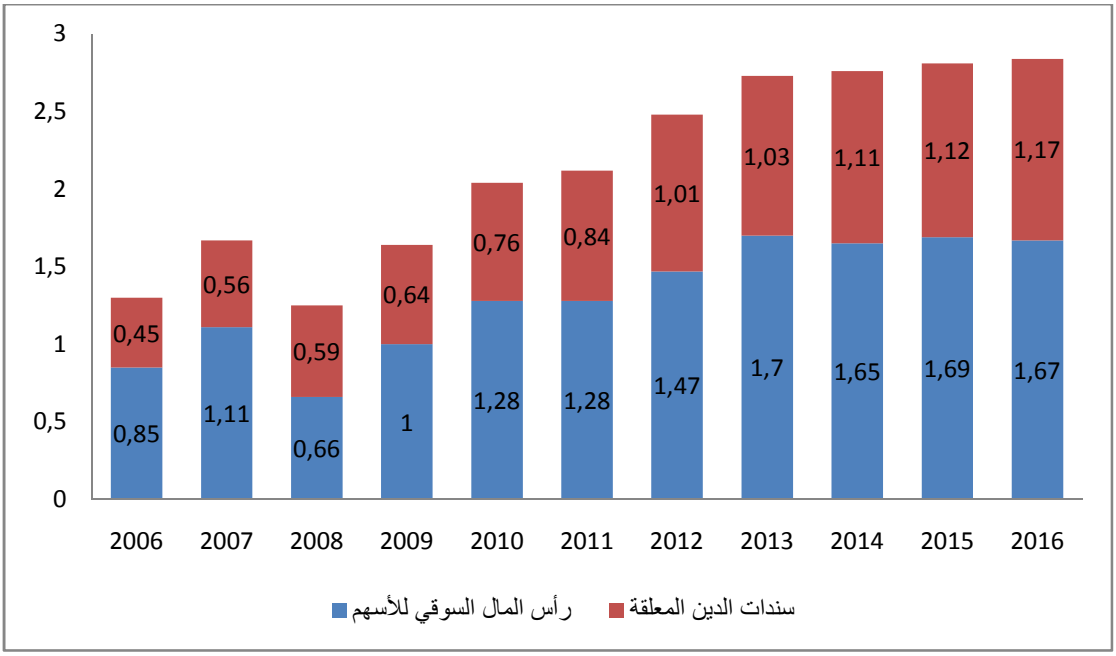
[2] نبيل خليل طه سمور ، مرجع سابق، ص 91.

شكل رقم (06): هيكل سوق الأوراق المالية الماليزية.



Source : KPMG GLOBAL NATWORK ?chapiter 5 financial system of malysia sci ,p1 available at : rttpwww.kpmg / publication /tax/I-M/chapler 5 pdf in 23/02/2018 at 14 :38

شكل رقم (07): حجم السوق الماليزي للفترة (2016 -2006) و ن(تريليون رينجت ماليزي).



Source : securities commission malysia,bi-annual bulletin on the malysian islamic capital market ,january-june 2017,vol 12 no 1, p 19.

من الشكل السابق نلاحظ زيادة حجم السوق المالي الماليزي مند سنة 2006 إلى غاية سنة 2016 عن طريق سندات الدين المعلقة ورأس المال السوق للأسهم، حيث سجلت سندات الدين المعلقة سنة 2016 مبلغ 1.17 تريليون رينجت ماليزي مقارنة بسنة 2006 التي سجلت 0.45 تربيون رينجت ماليزي بفارق 0.72 تريليون رينجت ماليزي ، أما فيما يخص رأس المال السوق للأسهم فقد سجل زيادة مند سنة 2006 وصولا لسنة 2016، حيث بلغ حجم رأس المال السوق للأسهم في ماليزيا 1.67 تريليون رينجت ماليزي لنفس السنة بفارق 0.82 ترليون رينجت ماليزي.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها.

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من أكبر الأسواق المالية الإسلامية في آسيا، وفي العالم لوجود عدد كبير من صيغ التمويل والمنتجات المالية الإسلامية فيها، وسنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم ونشأة ووظائف السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

يقصد به السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها. وأن يكون السوق موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية يعني:

- خلوه من الفائدة أو الربا.
- خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر.
- خلوه من الميسر أو نحوه.

– تحريم انتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعا.[1]

وعرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه: " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيوع الغرر....الخ ، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولضمان إلتزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية خاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية ، وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين."[2]

كما يعرف أيضا على أنه: سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفد إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل، ويتكون من قسمين هما سوق رأس مال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي، ومن بين خصائص سوق رأس المال الماليزي نجد الخضوع للرقابة الشرعية والتعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن عمليات هذا السوق خالي من أي محظور شرعي ، ويخضع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية.[3]

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوق رأس مالي إسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأسواق بهدف التطوير إلى الأفضل، بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن 19 م بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية ، أما سوق رأس المال فقد تأسس رسميا عام 1973، وتمت عملية تطويره تدريجيا إلا أن البداية الحقيقية لنمو السوق كانت في أوائل التسعينات، حيث قدر حجم السوق ب 62 مليون دولار أمريكي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية mgs ، وقد بلغت رسملة سوق الأسهم الماليزية 6.91 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 4.110 % من 1990 إلى 127% سنة 2000، وسعت هيئة الأوراق المالية الماليزية لجعل ماليزيا مركزا دوليا لأسواق رأس المال الإسلامية ، فأدرجت في خطتها عام 2001 م تطوير أسواق رأس المال الإسلامية والأسباب كانت إستراتيجية أكثر منها عقائدية ، وذلك من

[1] محمد نور الدين غادمن ، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية ، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ، ماليزيا ، 2008 ، ص 13.

[2] الطيب بو لحية ، عمر بو جمعية ، دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية ، عرض للتجربة الماليزية ومدى امكانية استفادة الجزائر منها ، ص 9.

[3] سناء نزار، موسى رحماني ، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال – دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2014–2000) الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد 19، جوان 2016، ص 86.

خلال تفعيل دور كل من قسم أسواق رأس المال الإسلامية ، والمجلس الاستشاري الشرعي ، في سنة 2004 ثم 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.[1]

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي ، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية ، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برها رد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993 ، أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات في القرن الماضي عندما قامت الشركة Shell mds sdn bhd بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990 ، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا اتساعه ، كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع الوزارة المالية الماليزية ، بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في السوق واتخاذ خطوات جوهرية من بينها تشكيل قسم رأس المال الإسلاميislamic capital market département–ic MD، وذلك في سنة 1994 م ، وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية –instrument study group IISG.Islamic ، و بعد مرور سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية – sac shariah advisory council وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الإدارة المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال:

– توفير كافة الدراسات والبحوث وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

– المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.

– تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي الدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

وفي بداية الألفية الحديثة زاد اهتمام دول العالم بالصكوك الإسلامية وزاد معدل إصدار هذه الصكوك بشكل كبير وكانت الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تشكل الرائد والمصدر الأكبر والأكثر شيوعا وابتكارا، وذلك نتيجة القرارات والإجراءات الحكومية الناجحة التي حولت ماليزيا إلى أكبر سوق مالية إسلامية في العالم .[2]

[1] شعيب يونس، فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة – حالة سوق رأس المال الماليزي – ، مرجع سابق ، ص ص 12،13.

[2] الطيب بو لحية ، عمر بوجمعية ، مرجع سابق، ص ص 9،10.

وضع قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013 الأساسي القانوني لإطار تنظيمي شامل لصناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا، ومن بين المحاور المهمة في هذا القانون تطوير المعايير الشرعية والتشغيلية للعقود الإسلامية الرئيسية بهدف تقديم التوجيه اللازم بشأن الممارسات السليمة والفعالة لكل عقد ، كما تهدف هذه المعايير إلى إضفاء الشفافية في تطبيق العقود لتعزيز الثقة وتعزيز التوافق مع الشريعة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، في سبيل تقديم مجموعة واسعة من المنتجات التمويلية الإسلامية التي يمكن أن تلبي احتياجات العملاء المتنوعة، والقانون قد وضع إطارا تنظيميا شاملا للتمويل الإسلامي في ماليزيا يعكس خصوصيات مختلف أنواع العقود المالية الإسلامية، حيث تتنوع الموجودات والمطلوبات في العمل المصرفي الإسلامي على أساس المميزات التعاقدية الأساسية .[1]

وسوق ماليزيا مع هيكلها المالي يخدم السوق الإقليمية والسوق الدولية ، ومن المتوقع أن تزداد مساهمة القطاع المالي في الناتج المحلي الإجمالي الإسمي إلى 10-12 % في عام 2020 ، وفي ماليزيا يستمر سوق التمويل الإسلامي من خلال رؤية طويلة الأجل في التوسع والنمو في مختلف قطاعات السوق وغيرها من الصناعات الناشئة مثل إدارة الثروات والتخطيط المالي، من خلال دعم قوي من الجهة التنظيمية من خلال توفير بيئة مواتية تمكن للاعبين في السوق للعمل بطريقة مثمرة للغاية ، وإنتاج الأدوات والمنتجات على مستوى عالمي ومبتكرة ومصممة خصيصا لاحتياجات العملاء عبر قطاع السوق المختلفة ضمن أفضل الممارسات العالمية في التنظيم والعمليات ، وذكر البنك المركزي الماليزي أن ماليزيا ركزت بشدة على تنمية رأس المال البشري إلى جانب تطور الصناعة المالية الإسلامية لضمان توافر مواهب التمويل الإسلامي ، وقد حولت ماليزيا جميع هذه المقترحات القيمة إلى واحدة من الأسواق المصرفية الإسلامية الأكثر نقدا في العالم.

وبالنسبة للاتجاه المستقبلي فإن السوق سوف تشرع في حلول فينتيش وأنشطة منصة رقمية من خلال الرصد الدقيق والإشراف من الجهات التنظيمية.[2]

الفرع الثالث: أهداف وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

تتمثل أهداف وأهمية السوق المالي للأوراق المالية الإسلامية في :

- العمل على توفير كافة الدراسات والبحوث وعقد الحوارات المتعلقة بالسوق المالي الإسلامي.
- تطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.
- إعطاء صورة واضحة عن طبيعة السوق المالي الإسلامي وأنشطته على مستوى المحلي والدولي من خلال الندوات، الدورات والمحاضرات.

[1] ابتسام ساعد ، رابح خوني ، تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015 ، الجزائر ، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، جامعة ورقلة ، العدد 30، سبتمر 2017. ص ص 197،198.

[2] Diversification of islamic financial instruments , concec coordination office turkey , october 2017-p-152

– تقديم فرص استثمارية وأدوات مالية تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية من أجل تعزيز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى إتاحته لإصدار أوراق مالية تتماشى وفق مبادئ الشريعة الإسلامية بالنسبة للجهات المصدرة، وبالأخص تلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

– الرقابة على المعاملات في السوق ، وذلك لتحقيق هدف جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية ، وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية ، وبتضافر جهود هيئة الرقابة الرئيسية والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية من أجل تحقيق هدف جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامي.[1]

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وظائفها، شروط إنشاءها، مميزاتها.

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بدور هام في تطوير وتحسين أداء نشاطها وذلك من خلال عدة وظائف، كما يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الماليزية إلى عدة أقسام، ومن أجل سوق مالي إسلامي يجب توفر شروط والتي سنقوم بعرضها في هذا المطلب .

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأقسامها.

أولا : وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

تتمثل وظائف السوق المالي الإسلامي الماليزي فيما يلي:

- **دعم الاقتصاد المحلي :** تعمل سوق الأوراق الإسلامية دورا حيويا في دعم تنمية الاقتصاد المحلي، وذلك عن طريق تعبئة وتحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى الوحدات ذات العجز ، لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام والخاص على أن يدفع الطرف الأخير لعائد يرضى به أصحاب رؤوس الأموال ، مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي .[2]
- **الرقابة والإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع الأحكام الشرعية :** ككل سوق مالية توجد هيئة رقابة، وفي سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تشرف هيئة الأوراق المالية عن طريق اللجنة الاستشارية الشرعية، على مطابقة وموافقة العمليات المعمول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية وهذا بتوفير للأطر والقوانين الخاضعة لمبدأ الشريعة الإسلامية ، والموافقة على إصدار الأدوات المالية الإسلامية ، كما تعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا ، وجدب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في السوق الإسلامية.[3]
- **توفير أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة :** تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية للجهات المصدرة من حكومات وشركات ، مكان الإصدار للأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من الأسهم

---

[1] نوال سمرد. رفيق بشوندة ، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية – الصكوك الإسلامية نموذجا ، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الاسلامية ، كلية الشريعة الأردنية ، الأردن ، أيام 29–30 جويلية 2015 ، ص ص 15،16.

[2] Mohamed Akram laldin , islamic b=financial system : the malysian experience and the way for ward, op cit.p19 , available at www.emeraldim sight.com /journals htm ,articleed ,1744958 & show abstract ;16/01/2019.

[3] سعيدة حرفوش ، مرجع سابق، ص 163.

والصكوك الإسلامية وغيرها، وهذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وهذا لتعزيز ثقة المتعاملين في السوق والجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية.

- **إتاحة الفرصة للاستثمار الحلال للمسلمين:** توفر سوق الأوراق المالية الإسلامية عديد الفرص الاستثمارية مجالات عديدة وأدوات مالية إسلامية مقبولة شرعا، وهذا بما يفضله أصحاب الأموال الفائضة من تقليل للمخاطرة ورجاء عائد مجزي ولفترات زمنية محددة خاصة في المدى القصير مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثمارية وتسييلها عند الحاجة ، وحتى لا يدعو أموالهم لا تتآكل عن طريق الزكاة .[1]

ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات.

- **سوق السلع:** ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار.
- **سوق الأسهم الإسلامية:** ويتم تداول فيها جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الشرعية الاستشارية، وتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها.
- **سوق الصكوك الإسلامية:** وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية مقيدة أو غير مقيدة، ويتم تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.[2]

<u>الفرع الثاني: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.</u>

أهم شروط قيام السوق المالية الإسلامية الماليزية تتمثل فيما يلي:

– أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر أية قوانين أو لوائح ضرورية لتنظيم إدارة نشاط السوق الإسلامية والرقابة عليها وفرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات ولا مانع من الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي وذلك بعد التأكد من عدم معارضة هذه القوانين أو اللوائح لقواعد الشريعة الإسلامية وتكون لها الإضافة في تحقيق الهدف.

– الإلتزام بمبدأ حرية الدخول على السوق وحرية المعاملات فيها ، فلا يصح فرض أية قيود تمنع أي مسلم عاقل من ممارسة أعمال السمسرة – الوساطة المالية– أو البيع أو الشراء في السوق والالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أية احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة أو الوسطاء أو بعض المصالح الكبرى.

[1] نبيل خليل طه سمور ، مرجع سابق، ص 102.

[2] محمد غزال، مرجع سابق ، ص 172.

– منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين أو بالمجتمعات الإسلامية وأنها صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الإسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الإسلامية المعروفة.

– وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن والغدر وحماية السوق من حمى المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابر المضاربات السعرية غير الشرعية بصفة خاصة.[1]

الفرع الثالث: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

تختلف سوق الأوراق المالية الماليزية عن السوق التقليدية في الجوانب الآتية:

– الإشراف والرقابة الشرعية : تعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذه السوق والسوق التقليدية في ماليزيا ، حيث تخضع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية ، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها ، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذه السوق ، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق واتخاذ القرارات المناسبة.

– العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي مخالفة شرعية : تعد الميزة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذا وعطاءا لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة ، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر والميسر.....الخ

وعلى المستثمر أن يتأكد من أن شركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا ، وإنما تعمل في دائرة المباح حيث يتم استبعاد البنوك الربوية وشركات المنتجات المحرمة ، والتأكد من أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

– اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية : تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ، وتقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذه السوق ، التي يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية ، سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها ، ولقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:

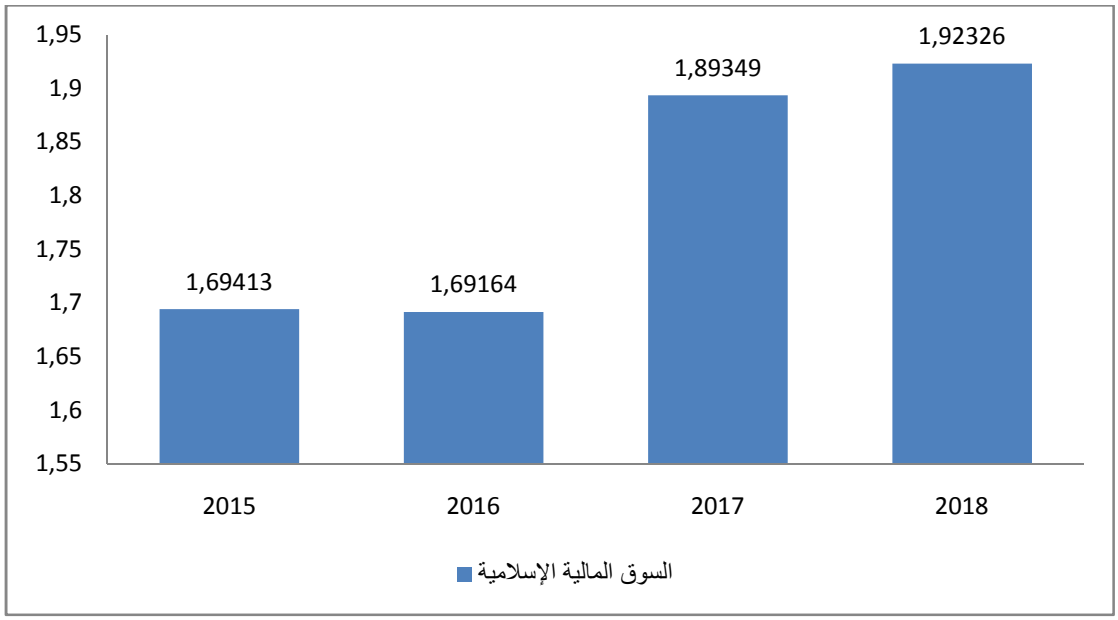
* فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة
* مراجعة نشاطات الشركة ، هذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة الإسلامية.
* جدولة نتائج للمجلس الاستشاري الشرعي.
* جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها.

[1] الزغبي حمو ، أزغار يحي ، مرجع سابق ، ص 2.

– الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه الأسواق ومن القوانين والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها ، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية ، كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية ، كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة ، لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق ،ووفقا للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية وتتجه المعدلات اتجاها تصاعديا.

ففي عام 2001 كانت بمعدل 78% وتصل إلى 88.66% حتى بداية عام 2012 م .[1]

الشكل رقم (08): حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) و ن(بليون رينجت ماليزي).



Source : securities commission malysia, islamic capital market statistics, report annual ,2017

تطور حجم السوق المالية الإسلامية من سنة 2015 لغاية سنة 2018 تطورا ملحوظا، حيث زاد حجم السوق سنة 2015 من 1.69 تريليون رينجت ماليزي وصولا ل 1.92 تريليون رينجت ماليزي، وهذا إذ يدل على زيادة حجم المنتجات المشروعة المتداولة وزيادة رقعة استخدامها وعدد المستثمرين المتعاملين بها، الأمر الذي ساهم في تطور حجم السوق واتساعها وتنشيطها.

[1] يمينة ختروسي ، متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية و البحرينية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الشلف ، الجزائر ، 2017،ص ص 234،236.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا.

يتم تداول العديد من منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية أهمها الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية والمشتقات المالية الإسلامية، وفي هذا المبحث سوف نحاول التطرق إلى أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الماليزية.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

تمثل الصكوك شهادات متساوية القيمة تثبت لحاملها ملكية شائعة في أصول المشروع ، كما تضمن له استثمار أمواله وفق مبادئ الشريعة الإسلامية التي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية الإسلامية التي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية وتتنوع إصدارات الصكوك في ماليزيا إلى ما يلي:

أولا: أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

- **صكوك البيع بالثمن الأجل (المرابحة):**

نعرف صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا، بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى، لإثبات المديونية فيها وإصدارهما مبني على أساس البيع بالثمن الأجل أو المرابحة.[1]

ويمكن الاختلاف الإسلامي بين صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة في أجال الاستثمار لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الأجل هي الاستثمارات ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الأجل هي للاستثمارات طويلة الأجل خمس سنوات فأكثر، وأما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل من سنة إلى خمس سنوات وقصيرة الأجل من ثلاثة أشهر إلى سنة، حيث أن معظم الهياكل التي استعملت عقود البيع بثمن آجل تم إصدارها تحت صكوك المرابحة المهيكلة بين طرفين تكون الأصول فيها تتداول بين البائع والمشتري فيتم هنا البيع مع إعادة الشراء لنفس الشخص أو ما يعرف ببيع العينة إذ تتم العملية ببيع الأصول تم إعادة شرائها دون دخول لطرف ثالث وهذا لخلق دين مع وجود زيادة في ثمن الأصول المعاد شراؤها من الطرف الأول.

- **صكوك الاستصناع وآلية إصدارها:**

تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية على أنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة وكان أول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا سنة 2003 ، ومدة استحقاق هذه الصكوك خمس إلى تسع سنوات، إن عملية إصدار صكوك الاستصناع، والتي تتم على السوق الأولي، لسوق الأوراق المالية الماليزية، تعتمد على إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف هو (المصنوع) أين تقوم الجهة المصدرة ببيعه إلى الجهة الممولة نقدا بثمن تكلفة المصنوع

[1] عبد الحميد فيجل، تقسيم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجا، ماجستير تخصص الأسواق المالية والبورصات، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، ص 205.

للحصول على تمويل عاجلا لإنجاز هذا المشروع ، في حين تقوم هذه الأخيرة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربع معلوم على دفعة واحدة أو أقساط ، بحسب مراحل تصنيع المشروع ، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الأجل أو بيع المرابحة وأخيرا ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع ، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

- **صكوك الإجارة وآلية إصدارها:**

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة ، أو عين موعود باستئجارها أو يصدرها وسيط مالي ينوب على المالك فتتبع لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة ، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك ، وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا ، وكان ذلك في 3 جويلية 2002 م لمدة استحقاق خمسة سنوات أي إلى غاية 2007 وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على مستوى العالمي وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين على المستوى العالمي.

ثانيا: الصكوك الإسلامية المصدرة بصيغة المشاركة.

بعد أن خاضت ماليزيا تجربة إصدار الصكوك الإسلامية على أساس المداينات، ونتيجة للاختلافات الفقهية حول مشروعيتها، والذي من شأنه أن يؤدي إلى الغروف عن تداولها خاصة من قبل المستثمرين الأجانب، ارتأت هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى إصدار نوع جديد من الصكوك والقائم على أساس المشاركة ، نتيجة لعدم وجود اختلافات فقهية حول مشروعيتها.

- **صكوك المشاركة وآلية إصدارها:**

جاء تعريف صكوك المشاركة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة وذلك بتعين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار.

وكان أول إصدار لصكوك المشاركة في 2005 ، بعدها تلاحقت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة ، تتم عملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا في السوق الأولى لسوق المشاركة عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص ويتم شراؤها من قبل المستثمرين بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة ب 87% مثلا من قيمة المشروع ، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة ، وبدفع هذا الأخير إلى الوصي المكلف بإدارة المشروع ، مع مساعدة الشركة للوصي في ذلك بعد تحقيق المشروع للأرباح يقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل

حسب نسبة مساهمته ، وبعد نهاية مدة أو إنجاز المشروع يتم نقل ملكية الصكوك من المشاركة إلى الشركة وذلك باسترجاع صكوك المشاركة مقابل دفع قيمتها السوقية للمشاركين.

- **صكوك المضاربة وآلية إصدارها:**

وتعرف صكوك المضاربة بأنها أداة استثمارية وتقوم على تجزئة رأسمال المضاربة وذلك بإصدار صكوك ملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأسمال المضاربة في شهر جويلية وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم، وكان أول إصدار لصكوك المضاربة في شهر جويلية 2004، يتم إنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينجت ماليزي مثلا، ويقوم هذه حملة الصكوك بالتسديد نقدا حيث يعتبرون هنا (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى، هذه الأخيرة تقوم بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثان مع جهة محلية منفذة للمشروع وتكون في مقام (مضارب ثان) والعقد هنا مضاربة ثانية بعد انتهاء المشروع تقوم الجهة المحلية المنفذة للمشروع – المضارب الثاني– بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع الهيئة الخاصة (المضارب الأول) ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها .[1]

جدول رقم (01): حجم الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية مع نسبة كل نوع من أنواع الصكوك خلال الفترة (2005–2015).

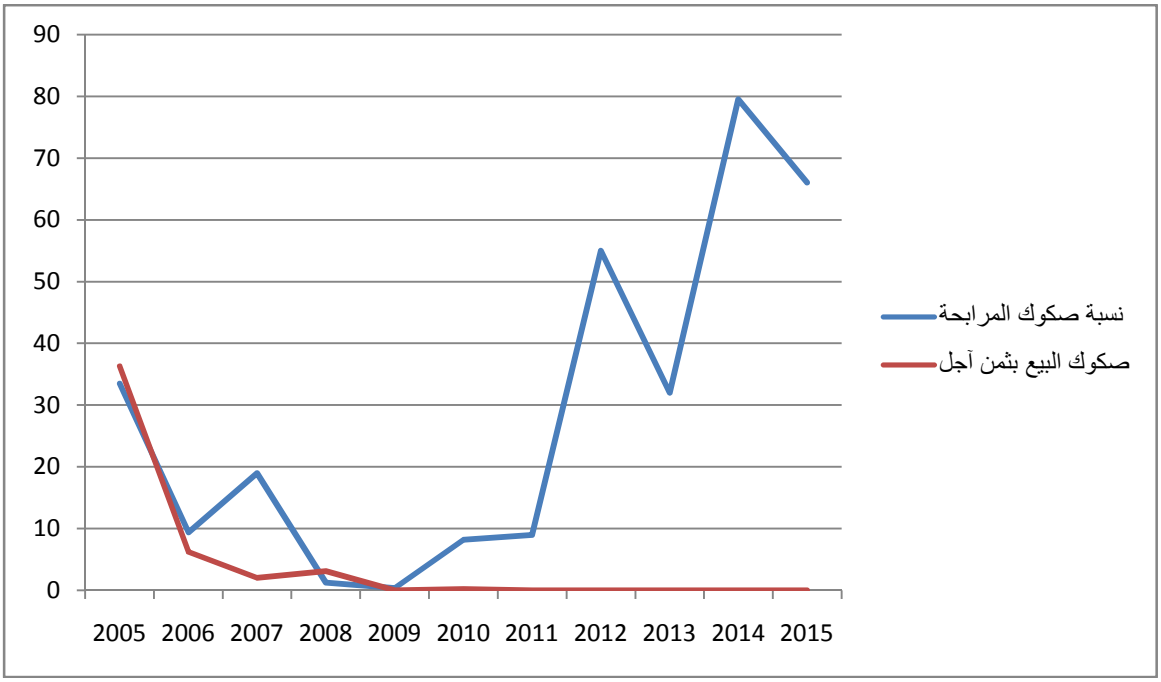
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم الصكوك المعتمدة من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (مليار رينجت)	43.32	42.02	121.3	43.23	33.96	40.33	82.4	71.09	99.63	96.07	56.83
صكوك البيع بالثمن الأجل (نسبة مئوية)	36.6	6.2	2	3.1	0	0.2	0	0	0	0	0
صكوك الإجارة (نسبة مئوية)	2.9	4.9	11	14.5	0	34	13	9	4	1.31	7
صكوك الإستصناع (نسبة مئوية)	14.	2.1	9	0.2	0	0	0	0	0	0	0
صكوك المضاربة (نسبة مئوية)	0.2	7.5	1	1.2	0	0.6	5	2	0	02.63	0
صكوك المرابحة (نسبة مئوية)	33.5	9.4	19	1.3	0.4	8.2	9	55	32	79.49	66

[1] بحومي مجدوب ، مولاي أسماء ، مرجع سابق ، ص ص 10–12.

صكوك المشاركة (نسبة مئوية)	12.6	70	58	51.4	99.6	42.1	64	19	30	8.42	12
صكوك الوكالة بالاستثمار (نسبة مئوية)	0	0	0	0	0	0	9	8	24	3.94	10
صكوك هجينة (نسبة مئوية)	0	0	0	28.2	0	14.9	0	7	10	4.21	5

Source : securities commission malysia annual report ,(2006 p 6 -59) ,(2009.p 6-51), (2010 p6-54), (2011 p 6-53), (2012 p6-62), (2012 p6-62),(2013 p 135),(2014 p144),(2015 p 169).

الشكل رقم (09): تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل / مرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015)

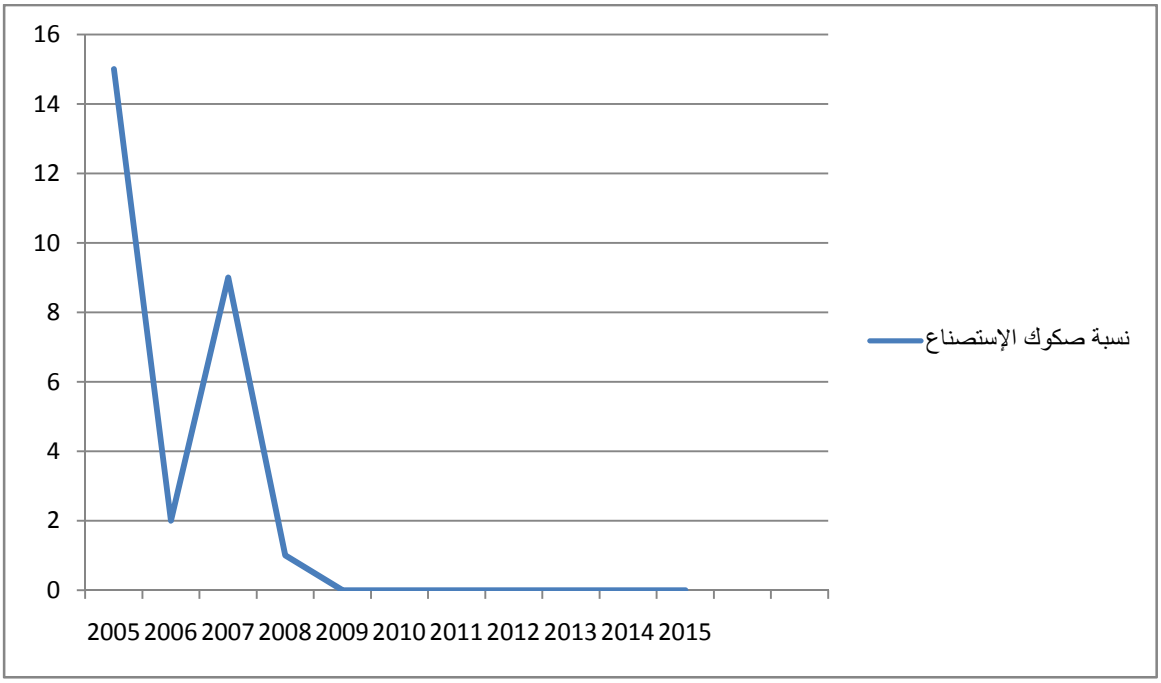


المصدر: مخرجات exel بناءا على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق له يلاحظ أن صكوك البيع بثمن أجل وصكوك المرابحة كانت مسيطرة على سوق الصكوك الماليزية، ودلك لسهولة إصدارهما وقدرتهما على خلق السيولة للمصدر ففي الفترة من 2005الى 2011 كان انخفاض شديد في إصدارها، ويلاحظ أيضا انعدام إصدار صكوك البيع بثمن اجل وصكوك المرابحة في سنة 2009 وذلك للسيطرة الكبيرة لصكوك المشاركة والمضاربة، حيث احتلت صكوك المشاركة لوحدها في سنة 2006 نسبة 70% إلى أن وصلت صكوك المشاركة في 2009 0.4% وهدا نتيجة توجه المصدرين من صكوك البيع بثمن اجل والمرابحة لما فيه من نقاط شبهة إلى صكوك المشاركة ، إما بالنسبة لصكوك المرابحة فلقد عاودت الارتفاع حيث يقدر حجمها 79.49%، حيث

سيطرت على مجموع الصكوك المصدرة في سوق راس المال الماليزي ، معنى ذلك أنها تحقق أرباح كبيرة من جهة وخروجها الشبهات الشرعية التي كانت تعيق نموها من جهة اخرى .

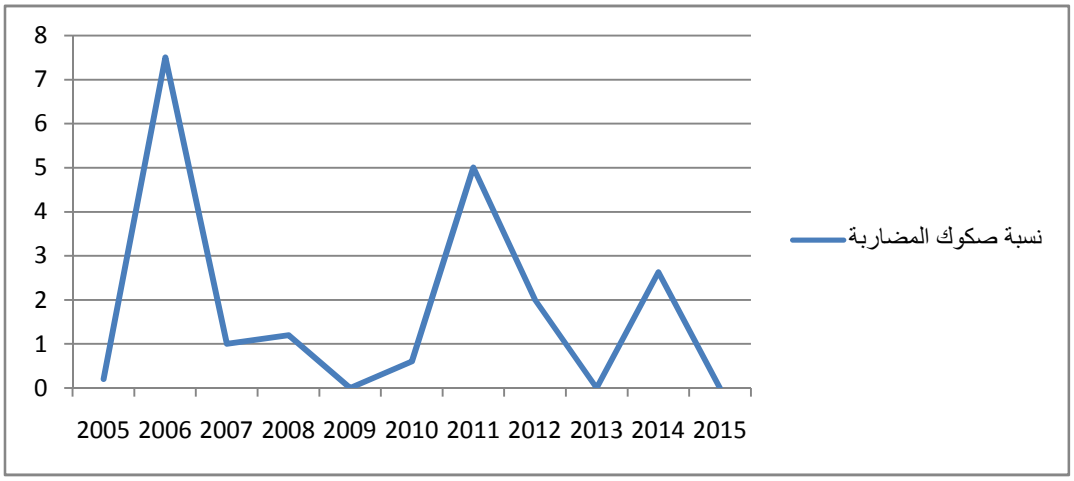
الشكل رقم (10): تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).



المصدر: مخرجات exel بناءا على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق له يلاحظ أن هناك إرتفاع سنة 2005 حيث بلغت نسبتها 14.5% ودلك نتيجة التعديل الضريبي حيث أعلن وزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات ودلك بخفض الضريبة المدفوعة عند إنتقال الأصول وهدا مايحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن اجل والمرابحة ،كما قد يعود هدا الارتفاع إلى زيادة رغبة الشركات المصدرة خاصة في مجال تمويل المشاريع الصناعية والإسكان وغيرها ، ثم بدأت بالانخفاض سنة 2006 ثم عاودت الصكوك في 2007 إلى 9% لكن بعدها انخفضت بشكل كبير إلى 0.2%وانعدمت في سنة 2009 إلى 2015 مما يعني أن ماليزيا تخلت عن استخدام هذه الصكوك وقد يرجع السبب في دلك إلى سيطرة صكوك المشاركة والمرابحة في هذه السنوات ، كما يمكن أن تكون ماليزيا أدركت أن صكوك الاستصناع غير قادرة للتصدي للازمة المالية2008 ، بمعنى أن هده الأزمة أثرت على الجانب الاستثماري للمشاريع التنموية في ماليزيا، وبما ان صكوك الاستصناع تنصب في هده المشاريع حدث التأثير السلبي لهدا النوع من الصكوك .

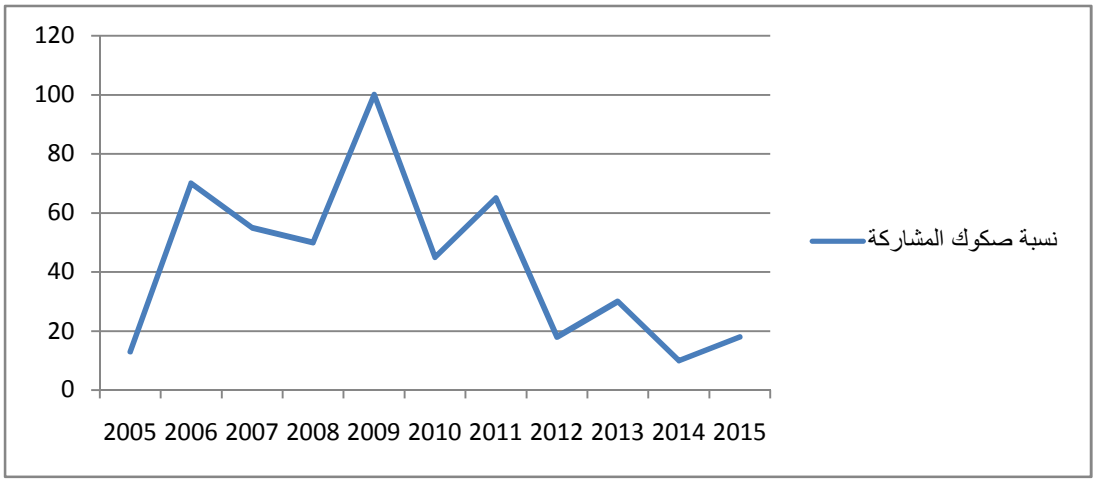
الشكل رقم (11): تطور إصدار صكوك المضابة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).



المصدر: مخرجات exel انطلاقا من الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والشكل البياني نلاحظ أنه في سنة 2005، كان أول إصدار لهذه الصكوك وكانت بنسبة ضئيلة تقدر بنسبة 0.2% ودلك لقيام اللجنة الإستشارية على الاستعانة بهدا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والخسارة ، حيث بلغ إصدارها في نهاية 2006 حوالي 3 مليارات رينجت ماليزي حيث مثل 7.5% وكان هدا أكبر إصدار له حتى سنة 2015 ، كما لوحظ في سنة 2013 عدم إصدار هده الصكوك وفي 2014 أصدرت مرة أخرى بنسبة 2.63%، ثم في 2015 لم يصدر هذا النوع من الصكوك ويرجع دلك إلى عدم وجود طلب على هذه الصكوك.

الشكل رقم (12): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015)

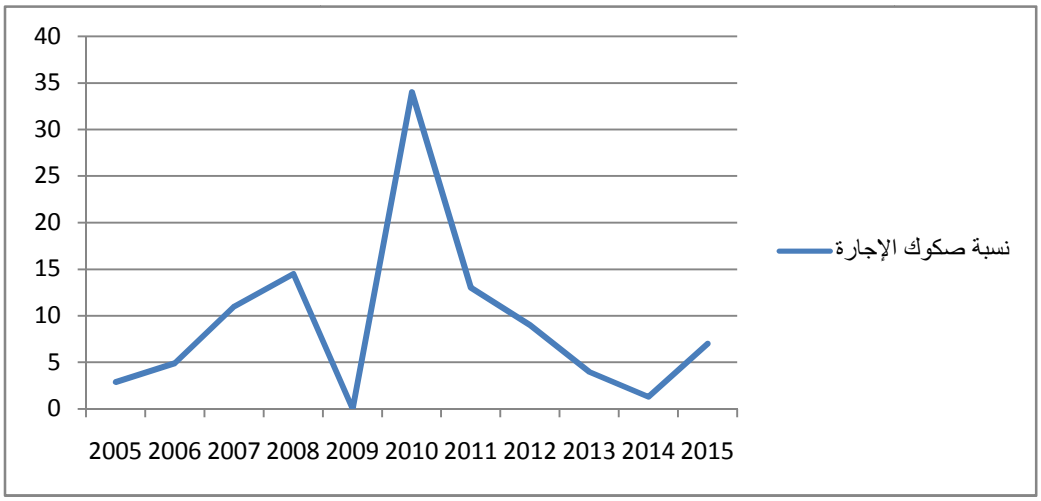


المصدر: مخرجات exel بناءا على معطيات الجدول أعلاه.

عرفت صكوك المشاركة ارتفاعا كبيرا جدا وذلك للتوعية القائمة من طرف هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين، وإستمرت في الإرتفاع لتصل الذروة سنة 2009 حيث بلغت نسبتها من الإصدارات 99.6% وهدا تزامنا مع إنطلاق برنامج المشاريع الكبرى في ماليزيا ، ثم تراجعت سنة 2010 وهدا لتوجه

الحكومة الماليزية نحو إصدار صكوك المرابحة وصكوك الإجارة ودلك لما تحققه هده الصكوك من أرباح للمستثمرين فيها.

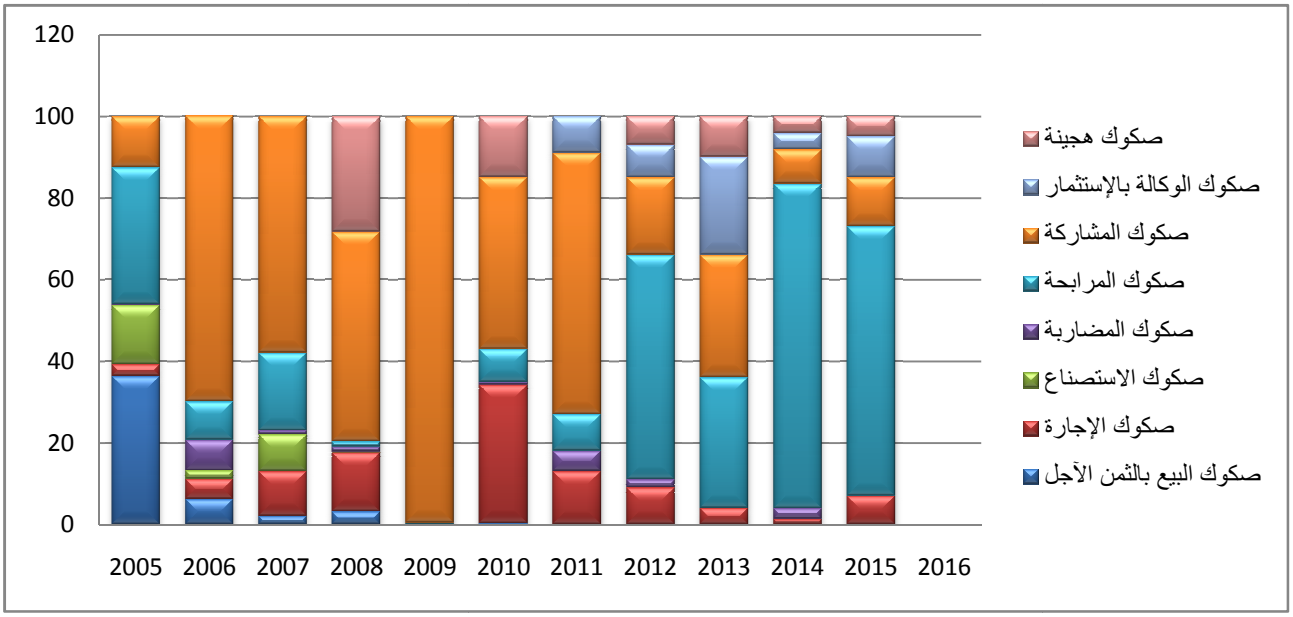
الشكل رقم (13): تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).



المصدر: مخرجات exel بناءا على المعطيات في الجدول أعلاه.

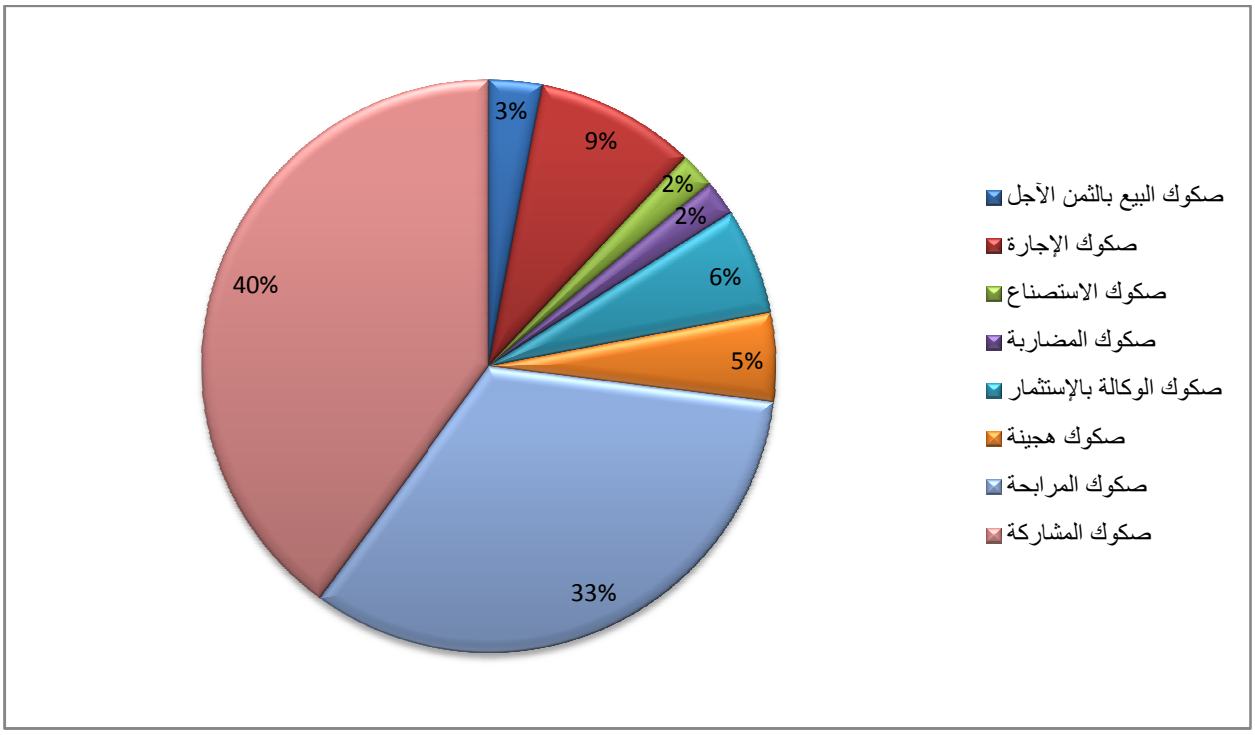
من خلال الجدول أعلاه والمنحنى البياني المرفق له يلاحظ أن صكوك الإجارة بدأت بالزيادة من 2005 الى 2008 حيث بلغت 14.5%، وهذا لقابلية الإصدار والتداول ولكن سرعان ما إنعدمت إصدارات صكوك الإجارة في 2009 ، وقد يعود ذلك الى إستحواذ صكوك المشاركة على النسبة الأكبر من التنمية المستدامة فإزدادت المشاريع وإزداد معه التأجير لها ، بعدها انخفضت في سنة 2014 إلى نسبة 1.31% ثم إرتفعت نسبتها سنة 2015 حيث قدرت النسبة 7%، ويرجع دلك إلى عودة اهتمام ماليزيا بصكوك الإجارة لسهولة إصدارها وتداولها وانخفاض تكلفتها .

الشكل رقم (14): تطور حجم الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية مع نسبة كل من أنواع الصكوك خلال الفترة (2005-2015).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

شكل رقم (15): النسبة الإجمالية لكل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية المعتمدة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

من خلال ما سبق نلاحظ أن هناك ارتفاع مفرط في حجم الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية خلال سنة 2007 م ، ويعزى هذا إلى سعي الحكومة الماليزية لتطوير هذه الصيغ التمويلية بشكل خاص وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام ، بالإضافة إلى سعيها للاستثمار في ثقة أصحاب الفوائض في الأدوات المالية الإسلامية إلا أن هذا الإرتفاع سرعان ما انخفض سنة 2008 م إلى الحجم الذي كان عليه خلال سنوات 2005 و 2006 ، وهذا راجع إلى إحداث الأزمة العالمية وما ترتب عليها من آثار سلبية على جميع الأوراق المالية العالمية ، وفي 2009 م ازداد انخفاض حجم الإصدار كما انحصر على صكوك بالمشاركة والمرابحة فقط وقد شهد إصدار الصكوك تذبذبا في حجم الإصدار في السنوات اللاحقة.

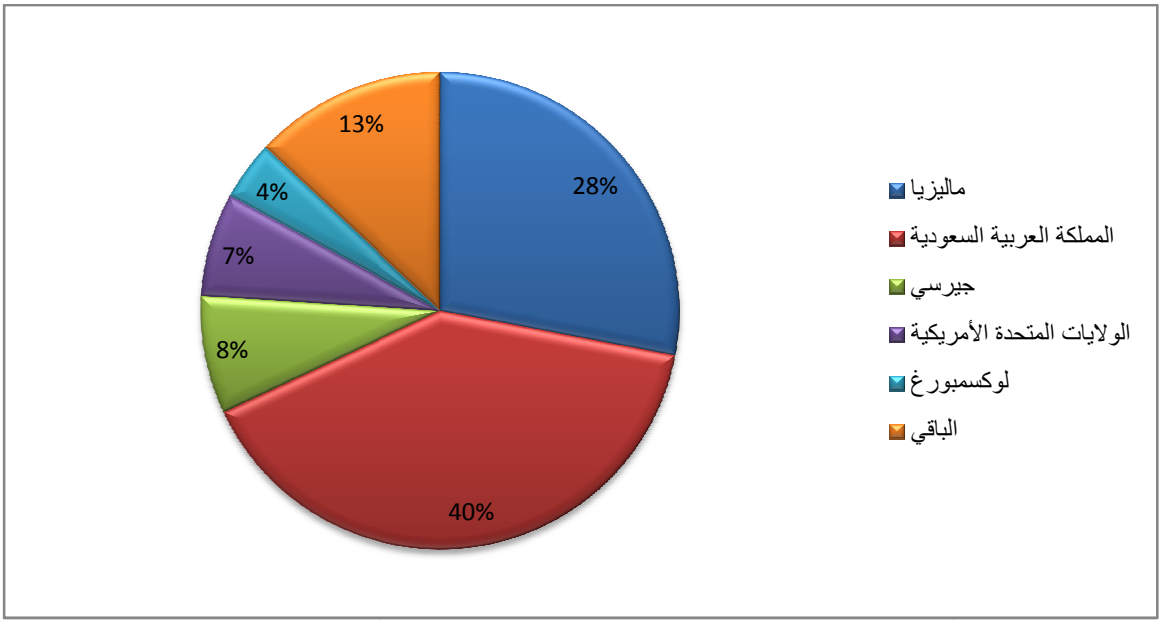
كما نلاحظ من خلال الشكل أن الصكوك المشاركة وصكوك المرابحة قد استأثرت بحصة كبيرة من الحجم الإجمالي من الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية في الفترة المعتمدة من 2005 إلى غاية 2015م.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

تقدم ماليزيا مجموعة متنوعة من الاستثمارات الجماعية الإسلامية (سبب) التي تشمل وحدة الصناديق الاستئمانية، وصناديق البيع بالجملة (برس) والصناديق المتداولة في البورصة (اتفس) (ريتس) ماليزيا

لديها أيضا ثاني أكبر أصول للصناديق الإسلامية تحت الإدارة (أوم) على الصعيد العالمي التي بلغت 100.6 مليار روبية في نهاية عام 2015.[1]

شكل رقم (16): حصة ماليزيا من سوق صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية سنة2015.



Securities commission malysia , islamic find and wealth management blueprint (IFWM Blueprint), 12 january 2017, p :05

نلاحظ أن ماليزيا تعد ثاني أكبر دولة منظمة لصناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 28 % بعد السعودية التي جاءت في المركز الأول بنسبة 40% والتي يتم تنظيمها عن طريق مقر الإقامة ، ونما عدد الصناديق الإسلامية بمعدل سنوي مركب بلغ 14% من 285 في عام 2004 إلى 1220 في عام 2015.

جدول رقم (02): تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية وصافي قيمتها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2015.

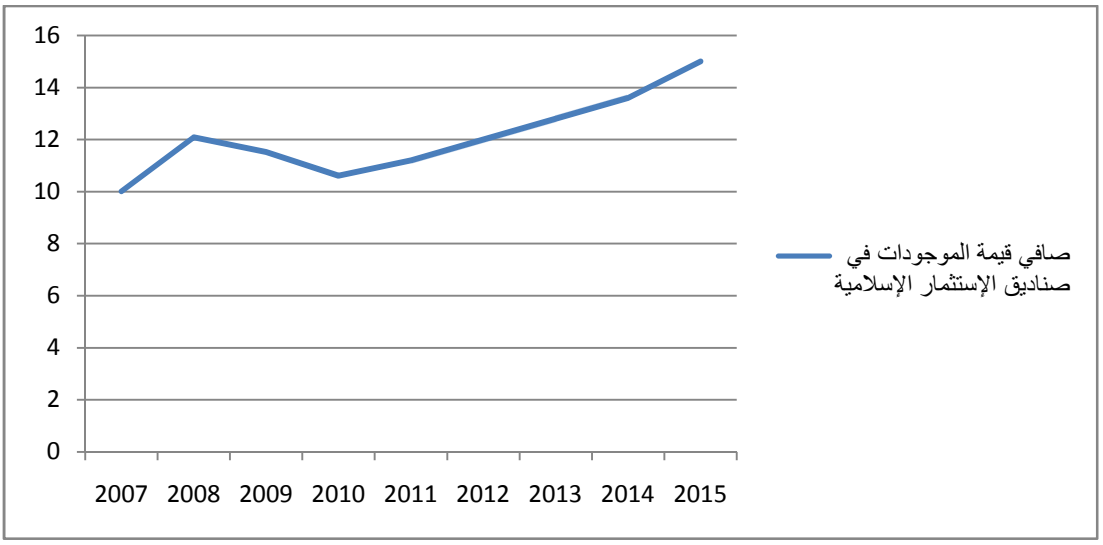
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الصناديق الإسلامية	134	149	150	155	164	169	178	188	193
العدد الإجمالي للصناديق	521	579	565	584	587	569	595	612	612
صافي قيمة الموجودات للصناديق الإسلامية بليون رينجت ماليزي	16.90	17.19	22.08	24.04	27.9	35.36	42.82	46.66	52.12
إجمالي صافي قيمة الموجودات للصناديق	169.4	134.4	191.7	226.8	249.5	294.8	335.5	343.0	346.5

[1] Securities commission malysia, islamic find and wealth management blueprint, 2017 ; p 09.

نسبة الصناديق الإسلامية إلى إجمالي الصناديق.	%10	12.08%	11.52%	10.6%	11.2%	%12.0	12.8%	%13.6	%15

Source: quarterly bulletin of malysian islamic capital market, the securities commission 2007-2008-2010-2011-2012-2013-2014-2015.

الشكل رقم (17): صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2007-2015).



المصدر: مخرجات exel بناء على المعطيات الموجودة في الجدول أعلاه

نلاحظ من خلال الجدول التطور والنمو المستمر في عدد الصناديق الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين 2007-2015، إذا ارتفع عدد هذه الصناديق 134 صندوق إسلامي سنة2007 إلى 193 صندوق عام 2015، وبلغت صافي قيمتها من 16.90 بليون رينجت ماليزي عام 2007 إلى 52.12 بليون رينجت ماليزي عام 2015 ، وبنسبة تتراوح ما بين 10-15% من إجمالي الصناديق في بورصة ماليزي وهي نسبة معتبرة.

المطلب الثالث: المشتقات المالية المتداولة في ماليزيا.

جدول رقم (03): حجم المشتقات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) ون (بليون رينجت ماليزي).

الاهتمام الصريح	حجم التداول (بليون)	الشهر	السنة
230.376	13.83		2015
237.232	14.04		2016
294.856	13.65		2017
293.764	1.17	jan 2018	2018

261.572	0.86	Feb 2018	
283.201	1.21	mar 2018	

Source : securities commission malysia derivatives market overall statistices annual report,2017.

زاد حجم المشتقات المالية الإسلامية المتعامل بها في السوق المالية الإسلامية الماليزية من سنة2015 وصولا للثلاثي الأول من سنة 2018 نتيجة زيادة التعامل بعقودها المختلفة التي ساهمت بجزء كبير في إدارة المخاطر والتحوط منها ، وكانت السبب الرئيسي في التخفيف من وطئة الأزمة المالية لسنة 2008 على السوق المالي الماليزي ، حيث سجلت سنة 2015 حجم تداول بمقدار 13.83 بليون رينجت ماليزي ، في حين سجلت سنة 2016 ، 14,04بليون رينجت ماليزي ، ومن المتوقع أن تسجل سنة 2018 أكبر حجم للتداول بالمشتقات المالية الإسلامية وذلك بالرجوع لمعطيات الثلاثي الأول لنفس السنة ، خاصة مع الإهتمام الصريح لهذا النوع من المنتجات.

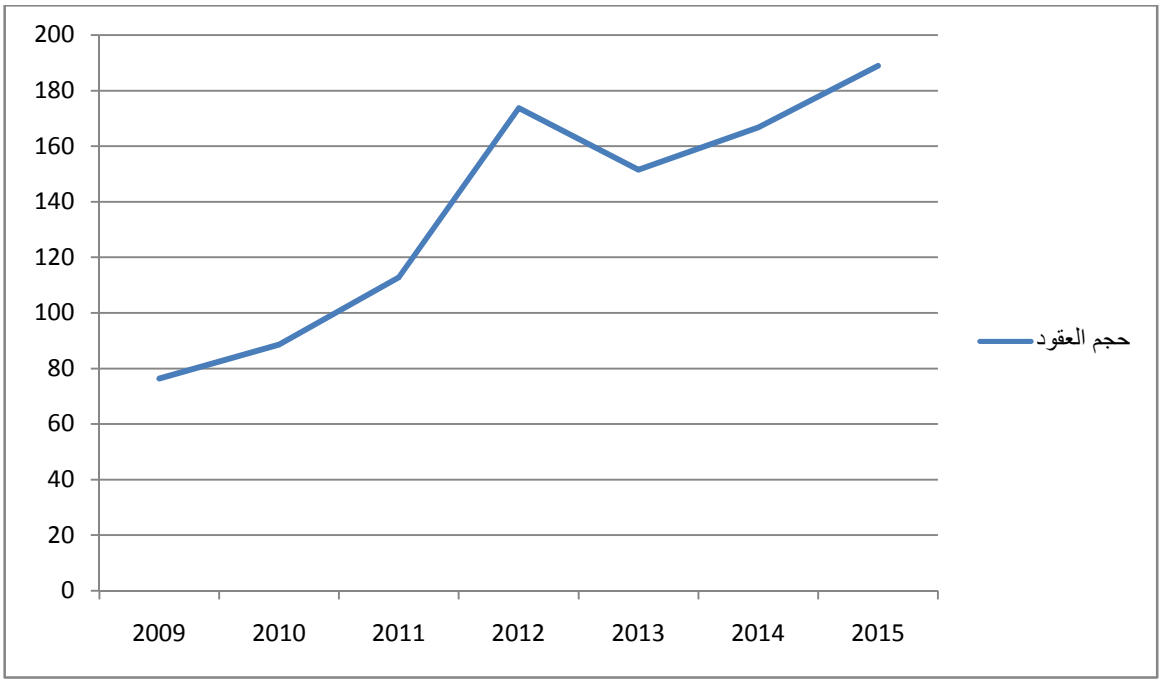
الجدول رقم (04): حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015.

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم العقود	76.366	88.544	112.720	173.649	151.486	166.625	188.888

Source : bursa malysia berhad , annual report : (2013-p12),(2014 p 14), (2015, p12).

ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

الشكل رقم (18): حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015.



المصدر : مخرجات Excel بناءا على المعطيات في الجدول أعلاه

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام تتميز بالنشاط الكبير في بورصة المشتقات المالية الماليزية، حيث شهدت هذه العقود ارتفاع مستمر بداية من سنة 2009 حيث تمثلت في 76.366 عقد إلى 188.888 وعقد في سنة 2015، وهذا راجع إلى تحويل نظام التداول من البورصة إلى التجارة الإلكترونية بالكامل في 2002 مما يؤدي إلى تحسين كفاءة السوق ولذلك يزيد التداول في هذه الصكوك ، كما أنه حدث انخفاض صغير في 2013 إلا أن هذه العقود تتمتع بنشاط كبير في البورصة الماليزية للمشتقات.

المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

لقيت الأدوات المالية الإسلامية رواجا كبيرا في السوق المالية الإسلامية الماليزية، سنحاول في هدا المبحث إبراز مساهمة هده الأدوات في تفعيل السوق المالية الإسلامية الماليزية.

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية في ماليزيا.

سنحاول معرفة دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية من خلال دراسة حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم سوق الأوراق المالية وحجم سوق الأوراق المالية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا.

أولا: رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية.

في سنة 2016 كانت قيمة الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية ب 0.661 ترليون رينجت ماليزي مقارنة ب 0.608 ترليون رينجت ماليزي سنة 2015 ، أي أنها ارتفعت ب 8.72 .

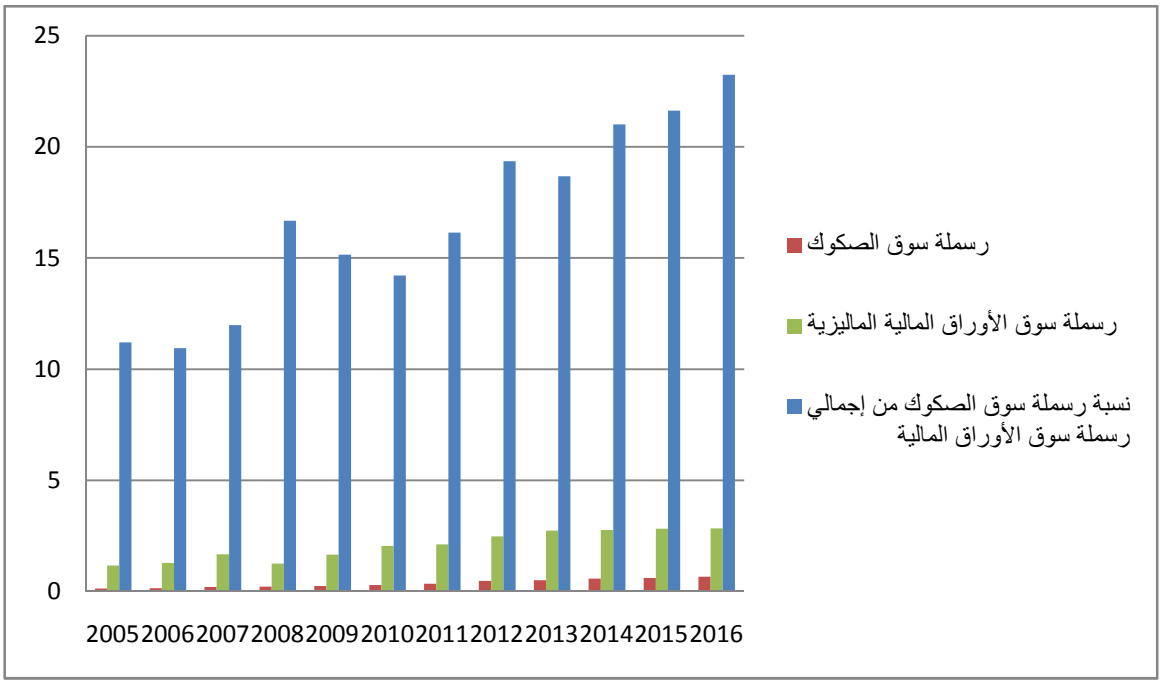
والجدول الموالي يبين لنا تطور حجم الصكوك في ماليزيا.

جدول رقم (05): رسمية سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة 2005-2015.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رسملة سوق الأوراق المالية (ترليون رينجت ماليزي)												
رسملة سوق الصكوك (تريليون رينجت ماليزي)	1.16	1.28	1.67	1.26	1.65	2.04	2.12	2.48	2.75	2.76	2.82	2.84
نسبة رسملة الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الكلي (نسبة مئوية)	0.13	0.14	0.20	0.21	0.25	0.29	0.35	0.48	051.	0.58	0.61	0.66
نسبة رسملة الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الكلي (نسبة مئوية).	11.21	10.94	11.98	16.67	15.15	14.22	16.15	19.35	18.68	21.01	21.63	23.24

Source : securities commission malysia annual report (2005, p 2-19),(2006.p6-47),(2007,p6-51),(2009,p 6-52), (2011,p 6-55), (2012,p 1-10),(2013,p 18) ;(2014, p 144), (2016, p 199).

شكل رقم(19): تطور رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).



المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الشكل ارتفاع حجم الصكوك الإسلامية على مدار السنوات الماضية، فحتى الأزمة المالية العالمية لم تمنع هذا الارتفاع ، كما نلاحظ من خلال الجدول أن حجم الصكوك الإسلامية كان يمثل عشر سوق الأوراق المالية في ماليزيا في سنة 2005 م، ومع ارتفاع حجم سوق الأوراق المالية الماليزية ارتفع حجم سوق الصكوك ولكن بمعدل ارتفاع أكبر من معدل ارتفاع السوق، إلى أن أصبح يمثل ربع السوق تقريبا في سنة 2016 م، وهو ما يعني أن حجم الصكوك الإسلامية يشغل حيز معتبر من حجم سوق الأوراق المالية الماليزية .

ثانيا: رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم (06): رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).

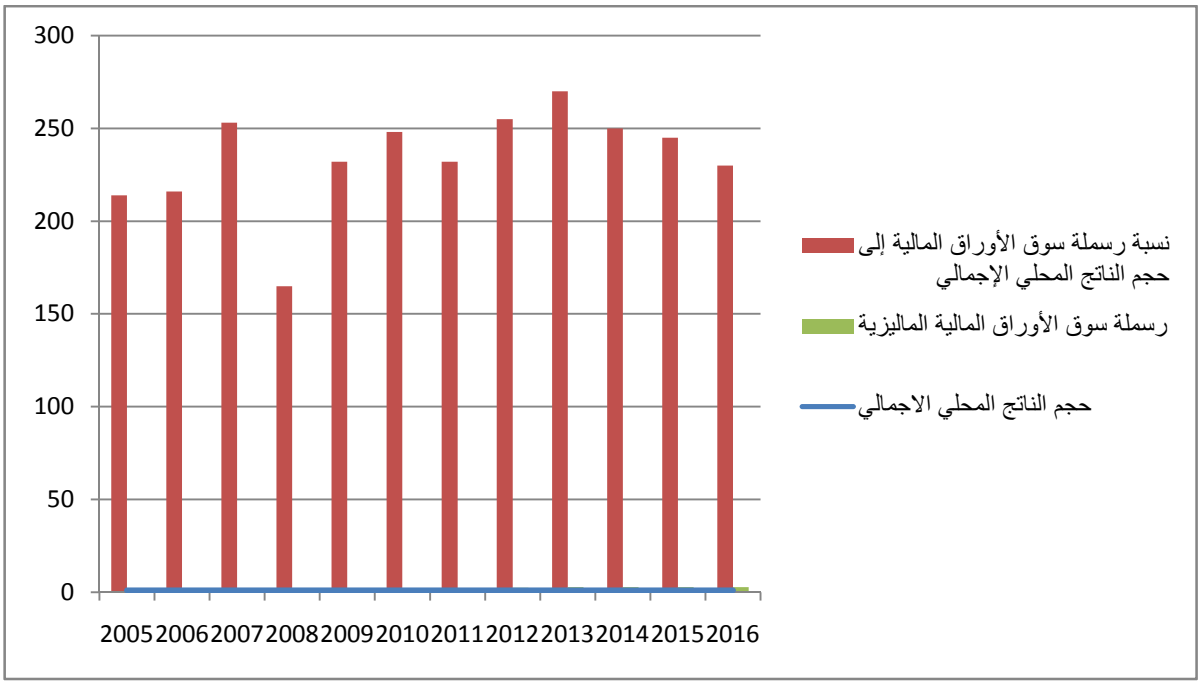
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
حجم الناتج المحلي الإجمالي (تريليون رينجت ماليزي)	0.54	0.59	0.66	0.76	0.71	0.82	0.91	0.97	1.01	1.01	1.15	1.23
رسملة سوق الأوراق المالية (تريليون رينجت ماليزي)	1.16	1.28	1.67	1.26	1.65	2.04	1.12	2.48	2.73	2.76	2.82	2.84

نسبة رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي (نسبة مئوية).	214	216	253	165	232	248	232	255	270	250	245	230

Source : Securities commission Malaysia annual report (2005, p 2-19),(2006 p6-47),(2007,p6-51),(2009,p 6-52), (2011,p 6-55), (2012,p 1-10),(2013,p 18) ;(2014, p 144), (2016, p 199).

- département of statisyics Malaysia, official portal : home statistics time series data '' natiinal accons, p 7 available at https://www.dosm.gov my/v1/ uploads/files/3 time20% services/ Malaysia –time –service 2016/01 akoun negara.pdf, in 23/04/2019 at 11 :30.

شكل رقم (20): تطور رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الشكل النمو المستمر لحجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016) باستثناء سنة 2009م التي شهدنا فيها انخفاض طفيف في حجم الناتج المحلي الإجمالي وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م ، والتي مست أغلب دول العالم إن لم نقل كلها كما نلاحظ أيضا أن حجم سوق الأوراق المالية كان يمثل دائما أكثر من ضعف الناتج المحلي الإجمالي (باستثناء سنة الأزمة) وهو ما يعكس كبر حجم هذه السوق داخل الاقتصاد الماليزي ، وقدرتها الكبيرة على تعبئة الموارد المالية لتمويل التنمية الاقتصادية.

وبذلك نستنتج أن للصكوك الإسلامية دور كبير في تعبئة الموارد المالية لتمويل التنمية الاقتصادية في ماليزيا كما يمكن الاعتماد عليها في أوقات الأزمات التي تصيب الاقتصاد الوضعي القائم بالأساس على

الفائدة الربوية، فبالإضافة لاجتذابها لفئة معينة من المستثمرين الباحثين عن استثمار أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، فإنها تمثل بديل تمويلي مناسب لكافة المستثمرين في أوقات الأزمات التي تمر سوق الأوراق المالية .

المطلب الثاني: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

تلعب صناديق الإستثمار الإسلامية دور هام في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية ، ودلك من خلال التأثير في حجم الإستثمارات وهذا ماسنتطرق إليه في هذا المطلب.

جدول رقم (07) : حجم صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية (2018-2015) ون (بليون رينجت ماليزي).

الأصول الإسلامية تحت الإدارة%	الأصول الإسلامية تحت الإدارة	مجموع الأصول تحت الإدارة	الشهر	السنة.
19.82	132.38	667.81		2015
21.49	149.64	696.27		2016
22.01	170.83	776.23		2017
21.59	171.63	795.11	Jam 2018	2018
21.40	167.92	784.62	Feb 2018	

Source : securities commission malysia ,fund management statistics annual report, 2017.

من الجدول السابق نلاحظ زيادة حجم صناديق الاستثمار الإسلامية والمتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2018، حيث بلغ حجم صناديق الاستثمار الإسلامية سنة 2015 م 132.38 بليون رينجت ماليزي في حين بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية سنة 2017 م 170.83 بليون رينجت ماليزي بزيادة قاربت 93 بليون رينجت ماليزي وهذا يدل على زيادة حجم الاستثمارات سواء الداخلية أو الأجنبية في هذه الصناديق الأمر الذي ساهم في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية وتعظيم أرباحها.

خلاصة:

تعد تجربة التمويل الإسلامي في ماليزيا من أهم التجارب الناجحة والرائدة في العالم، ودلك لعدة أسباب أهمها شمولية وتكامل المالية الإسلامية في ماليزيا، ومتانة الإطار الشرعي والقانوني بالإضافة إلى امتلاك ماليزيا إمكانيات كبيرة تمكنها من أن تكون مكانا مجديا للاستثمارات الإسلامية، ومصدر تمويل للمستثمرين ورجال الأعمال الدين يبحثون عن هدا النوع من التمويل .

تدعم الحكومة الماليزية الهندسة المالية الإسلامية من خلال تعزيز الأدوات المالية القائمة على العدالة الإسلامية، وفي ظل الدعم الحكومي ومتانة القوانين الشرعية كل هدا يمثل البنية القانونية والشرعية لقيام وتطوير سوق مالية إسلامية، يتم التعامل فيها وفق الكفاءة المهنية ومتطلبات المرجعية الشرعية .

خاتمة:

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي وتضطلع بدور حيوي ومهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية ، حيث تقوم بدور في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية.

ونظرا لوظائفها وأدوارها الكثيرة ومنافعها ومزاياها العديدة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها وعناصرها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة فيها يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة.

إن إنشاء سوق مالية إسلامية يقوم على أسس متينة، يكمن في ضرورة توفر ووجود أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف شرائح المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض ومن أهمها الصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولا لها دور كبير ومهم جدا في تنشيط وتطوير وتفعيل السوق المالية الإسلامية.

اختبار صحة الفرضيات:

الفرضية الجزئية الأولى: ساهمت الصكوك الإسلامية في زيادة رسملة السوق المالي الماليزي وبالتالي زيادة الناتج المحلي الإجمالي ، مما أدى إلى زيادة التنمية الإقتصادية في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2005-2016 وهذا ما يؤكد صحة هذه الفرضية.

الفرضية الجزئية الثانية: أدت صناديق الإستثمار الإسلامية إلى زيادة حجم الإستثمارات الداخلية والأجنبية مما أدى إلى تعظيم الأرباح وهذا ما يؤكد صحة هذه الفرضية.

الفرضية الجزئية الثالثة: ساهمت المشتقات المالية الإسلامية بشكل كبير في إدارة المخاطر والتحوط منها، حيث كانت سبب رئيسي في توطئة وتخفيف الأزمة المالية لسنة 2008 للسوق المالي الماليزي وهذا ما ينفي صحة هذه الفرضية.

نتائج الدراسة:

- تعد السوق المالية حجر الأساس لبناء النظام المالي لأي دولة أو اقتصاد كما تعكس درجة تقدمه وتطوره.
- أهم التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية هي المنافسة والاختلافات الفقهية وعدم وجود نظام محاسبي إسلامي.

- تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربوي لمدخراتها إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربوي لمشاريعها من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.
- السوق المالي الإسلامي يلبي حاجة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد.
- أهم التحديات التي تواجه السوق المالية الإسلامية تتمثل في قصور التشريعات والكوادر البشرية المتخصصة والمنافسة التي تفرضها السوق المالية التقليدية.
- ينبغي أن تكون السوق المالية الإسلامية خالية من جميع الإنحرافات والممارسات اللاأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية ، وضمان إلتزاماتها بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها.
- تعد ماليزيا من الدول الإسلامية التي خطت خطوة مهمة وإيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية.

قائمة

المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية.

أ- الكتب:

1- أحمد الحسن أحمد الحسني، صناديق الاستثمارية دراسة وتحليل من منظور إسلامي، الإسكندرية، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1999.

2- أحمد السعد ، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2016.

3- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة – دراسة فقهية-، أربد ، الأردن ، دار الكتاب الثقافي ،2008.

4- احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية ، طرابلس، لبنان ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، 2006.

5- احمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية، عمان ،الأردن ، جدار للكتاب الطلبي للنشر والتوزيع الطبعة الثانية ،2008 .

6- أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة، مصر، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، 2014.

7- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات)، عمان، الأردن، دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010.

8- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية -الأسس العلمية والتطبيقية -دار وائل للنشر، الطبعة الثانية ، الأردن 2012.

9- أشرف دوابة ، التمويل المصرفي الإسلامي –الأساس الفكري والتطبيقي –، دار السلام ، القاهرة ، 2014.

10- جاسم الفارس، السوق المالية في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي ، عمان ، الأردن ، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2011.

11- جلل جويدة عبد القصاص، محددات الإئتمان في السوق الرأسمالية والاسلامي، دراسة مقارنة، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2006 .

12- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، القاهرة، مصر، دار النهضة العربية، 2010.

13- دريد كامل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.

14- رشيد محمود عبد الكريم، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012.

15- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصادي الإسلامي، عمان ، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009.

16- زهرة علي محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، الأردن، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك،2008.

17- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

18- سامي سويلم ، صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي نسخة منقحة ، الكويت ، بيت المشورة للتدريب ، 2004 .

19- سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية ، غرداية ، الجزائر ، نشر جمعية التراث ، الطبعة الأولى ، 2002.

20- سمير عبد الحميد رضوان حسين، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.

21- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحديد الأسواق، القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات، 2009.

22- شامل محمد الحموي، كيف تتعامل في البورصة، القاهرة، مصر، الحريري للطباعة والنشر، 1998.

23- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي – دراسة تحليلية نقدية – دمشق ، سوريا، دار الفكر المعاصر، 2001.

24- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية 2006.

25- عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.

26- عبد الرحمان بن عبد العزيز، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.

27- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.

28- عبد الله بن سليمان المنيع، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، مكتبة الملك فهد الوطني المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996.

29- عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية –حالة صكوك الإجارة السعودية كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013.

30- عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، جدة، السعودية ، مجموعة دلة البركة للبحث والتطوير، الطبعة الأولى، 1993.

31- عصام أبو نصر ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي ،القاهرة ، مصر ، دار النشر للجامعات ، الطبعة الأولى ، 2006.

32- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، المجلد الأول، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

33- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات تسوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.

34- علاء فرحان طالب وآخرون ،إدارة المؤسسات المالية -مدخل فكري معاصر -، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة العربية ،الأردن، 2013.

35- علي يوعلا ، النظام الاقتصادي الإسلامي ، وقائع ندوة رقم 34، البنك الإسلامي للتنمية ، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي ، السعودية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، مكتبة الملك فهد الوطنية، 1990.

36- عمر محمد إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلا في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية دبي ، الإمارات العربية المتحدة، جمعية دار البر ، الطبعة الأولى ، 2013 .

37- فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية– الأسس النظرية والعلمية– ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008 .

38- ماهر احمد السوسي، التكييف الفقهي لعقد المناقصة، عقود المناقصات في الإسلام ، كلية الشريعة بالجامعة الاسلامية، يوم 15 ماي 2005 ،عزه، فلسطين.

39- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، جدة ، السعودية ، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، 2010.

40- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2005.

41- مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الرياض، السعودية، دار إشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 2005.

42- متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

43- محمد الأمين ولد علي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، بيروت، لبنان، 2011.

44- محمد بوحديدة، النظام المالي الاسلامي – التجارب التحديات والآفاق –الجزائر، كليات للنشر، الطبعة الأولى، 2011.

45- محمد حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية ، الأمن النظرية والتطبيقات العملية ، عمان ، الأردن ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 2012.

46- محمد شابرا، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة سيد محمد سكر، الولايات المتحدة الأمريكية، المعهد الإسلامي، فرجينيا، الطبعة الثانية، 1990.

47- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، الأردن، 2013.

48- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية - دار النفائس للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

49- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية – مؤسسات أوراق– بورصات، عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007.

50- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2012.

51- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر-الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2009.

52- نزيه حماد ، في فقه المعاملات المالية والمصرفية –قراءة جديدة –دار القلم، دمشق، سوريا 2007.

53- النظام المالي الإسلامي، المبادئ والممارسات، ترجمة كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، السعودية ، 2011.

54- هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.

55- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها ، (الاستثمار ، الصناديق الاستثمارية ، الأوراق المالية والتجارية)، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، 2014.

ب-الأطروحات والمذكرات الجامعية.

56- بن أعمر بن حاسبين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقا يد تلمسان، 2012.

57- بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي -دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية- مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010.

58- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة قسنطينة ، 2007.

59- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2005.

60- جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.

61- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010.

62- خاطر سعدية ، التمويل الإسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة وهران، 2014.

63- زكريا محمد صيام، صكوك المضاربة ودورها في تفعيل قدرة البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية في فلسطين، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على الماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014.

64- زيد حياة، ودور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم-دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2014.

65- سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية،- دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين-، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الماجستير في المحاسبة والتمويل ، كلية التجارة ، غزة ، 2015.

66- سعيدة حرفوش ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدية ، 2009، غير منشورة .

67- سميحة بن محياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2014 .

68- عبد الحميد فيجل، تقسيم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجا، ماجستير تخصص الأسواق المالية والبورصات، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة، 2015.

69- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.

70- لطرش سميرة ،كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير -،جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2010.

71- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية – دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية –، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012.

72- مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسة المالية الإسلامية (دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مبتكرة لعينة من المؤسسات المالية الإسلامية) خلال الفترة 2007-2012، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.

73- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني -دراسة حالة ماليزيا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة محمد خيضر ،بسكرة ، 2014.

74- نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية ، غزة ، 2007 ، غير منشورة.

75- نزار سناء ، دور آلة التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال – دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي– ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2015.

76- يمينة ختروسي ، متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية و البحرينية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الشلف ، الجزائر ، 2017.

ج-البحوث والمنشورات لهيئات رسمية.

77- بن الضيف محمد عدنان، نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، الجزائر ، أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013 .

78- سناء نزار، موسى رحماني ، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال – دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2014-2000) الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد 19، جوان 2016.

79- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 21 مايو -2 يونيو، مصر، 2009.

80- الطيب بو لحية ، عمر بو جمعية ، دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية ، عرض للتجربة الماليزية ومدى امكانية استفادة الجزائر منها.

81- عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية -حالة صكوك الإجارة السعودية كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013.

82- ماهر احمد السوسي، التكييف الفقهي لعقد المناقصة، عقود المناقصات في الإسلام ، كلية الشريعة بالجامعة الاسلامية، يوم 15 ماي 2005 ،عزه، فلسطين.

83- معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصادي الإسلامي، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012 .

84- المعايير الشرعية، نص كامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار 17، البحرين، 2011.

د-المؤتمرات و الملتقيات.

85- بباس منيرة ، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية ، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، أيام 20 -21 أكتوبر 2009.

86- بحوصي مجدوب، مولاي أسماء، دور الأدوات المالية الإسلامية في الأزمات في الأسواق المالية بورصة ماليزيا نموذجا، الملتقى الدولي الثالث الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13 أفريل 2016 .

87- بوجلال محمد، زايدي مريم، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، آليات ترشيد الصناعة المالية ، الإسلامية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 8-9 ديسمبر 2013.

88- جغريف علي، حلوز فاطمة ، أثر الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية الاسلامية ، تحليل قياسي ، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الاسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر أيام 12-13 أفريل 2019.

89- حمزة فطيمة، عطية حليمة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال – دراسة تجربة صندوق وبخيث السعودي خلال الفترة (الربع الثاني من 2015) مع إمكانية تطبيقها في

الجزائر، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر، أيام 12-13 أفريل 2016.

90- خنيوة محمد أمين، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية – الواقع والتحديات ومناهج التطوير-، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 23-24-فيفري 2011 .

91- رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان ، الشروط الفنية والمهنية لانشاء السوق المالية الاسلامية ، المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الاسلامي، اسطنبول، تركيا ، أيام 11- 9 سبتمبر 2013 .

92- زلاطو نعيمة ، أهمية السوق المالية الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري ، الملتقى الدولي الثالث ، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، أيام 12 -13 افريل 2016 .

93- شافيه كتاف، ذهبية لطرش ، اجراءات ومتطلبات انشاء وتفعيل السوق المالية الاسلامية ، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الاسلامية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13-افريل 2016.

94- شالور وسام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية سنتر كيماويات، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول- منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5-6 ماي 2014.

95- صاري علي ، الهندسة المالية الإسلامية – إشكالية المخاطر والباب المعالجة -، الملتقى الدولي الثالث، إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية ، إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري.

96- صفوت عبد السلام عوض الله ، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ، كلية الشريعة والقانون ، كلية التجارة ، دبي، الإمارات العربية المتحدة 15-17 ماي 2005.

97- صفية محمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية، أنواعها وخصائصها، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون ، كلية التجارة ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، 15-17 ماي 2005.

98- عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، خصائصها، أحكامها ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي المستوى الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005.

99- عز الدين قطوش ، بوهلة هاجر ، الأطر التنظيمية والمنظمة للأسواق المالية الإسلامية ، الملتقى الدولي الثالث الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، أيام 12-13-افريل.

100- عمر ياسين ، محمد خيضر ، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة المؤتمر الدولي الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل ، غرداية ، الجزائر 23-24 فيفري 2011 .

101- فراحتية العيد، بوطورة فضيلة، الأهمية الاستثمارية لصكوك المضاربة ودورها في تنشيط الأسواق المالية، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27 -26 أفريل 2016.

102- كساب رقية ، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية -مع إشارة لتجربتي ماليزيا والسودان -، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 افريل.

103- كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي ، المملكة العربية السعودية ، 2005.

104- لعمارة جمارة، رابس حدة ، تحديات السوق المالي الاسلامي ، الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006.

105- محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني ، قواعد التداول الالكتروني في الاسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي، المؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، دبي، الامارات العربية المتحدة، ايام 6-8 مارس 2007 ص 16.

106- محمد زيات سلامة البخيت ، السوق المالي الإسلامي صمام أمان لازمات المستقبل المالية ، الملتقى الدولي الرابع ، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي ، كلية العلوم الإدارية ، الكويت ، يومي 15-16 ديسمبر 2010.

107- محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية الملتقى الدولي الأول الاقتصاد الإسلامي ،الواقع ورهانات المستقبل ، غرداية ، الجزائر، أيام 23 -24 فيفري 2011.

108- المرسي السيد حجازي، صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات- دروس من التجربة المصرية-، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية ، مصر، يومي 5-6 ماي 2014 .

109- معطى الله خير الدين، شرباق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، الجزائر أيام 3-4 ديسمبر 2010 .

110- مهداوي هند وأخرون، واقع وأفاق السوق المالية الإسلامية، دراسة تجارب بعض الإسلامية والغربية، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل ، جامعة غرداية ، الجزائر ، أيام 23-24-فيفري 2011 .

111- نوال سمرد. رفيق بشوندة ، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية – الصكوك الإسلامية نموذجا ، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الاسلامية ، كلية الشريعة الأردنية ، الأردن ، أيام 29-30 جويلية 2015 .

112- هشام جبر ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، المؤتمر العلمي الأول (الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحيات المعاصرة)، الجامعة الإسلامية ، فلسطين 8-9 ماي 2005 .

113- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.

ه-الندوات و الدورات.

114- سليمان ناصر ، كيف تكون في خدمة النظام المعرفي الاسلامي ، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف ، الجزائر، أيام، 25-28 ماي 2003.

115- محمد علي القري ، صناديق الاستثمار الإسلامي ' مقدم لندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية ، 9-10 ماي 1997 .

و-المجلات.

116- ابتسام ساعد ، رابح خوني ، تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015 ، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، جامعة ورقلة ، العدد 30، سبتمر 2017.

117- أيمن صالح فاضل، السوق الاسلامية المشتركة المعوقات والحلول، السعودية، مجلة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 24 ، العدد01،2011.

118- حسان خبانة ، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية ، الجزائر ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة بسكرة ، فيفري 2014.

119- الزغبي حمو، أزغار يحي ، الصكوك الاسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية- التجربة الماليزية سوريا-، الاقتصاد الإسلامي العالمية ، مركز فقه المعاملات المالية الإسلامية ، العدد 34، 2015.

120- السعيد بريكة، سناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، تجربة السودان نموذجا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، جوان 2017.

121- الصوفي ولد الشياني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، العدد 34، 2015.

122- عديلة خنوسة ، إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية ، سوريا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية ، مركز ابحاث فقه المعاملات ، أكتوبر 2013.

123- علي محمد الموسي، مادوغي سيلا، الصكوك الاستثمارية، مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13، العدد 2، 2016.

124- فتح الرحمان محمد صالح ، أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية ، الخرطوم ، مجلة المصرفي ، بنك السودان ، العدد 26، ديسمبر 2002.

125- كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014.

126- محسن خان ، عباس مبرخوار ، الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي ، المملكة العربية السعودية ، الاقتصاد الإسلامي ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 14 ، 2002.

127- مختار بونقاب ، دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر صيغ التمويل الإسلامي – دراسة حالة الحركة الجزائري –، الجزائر، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، العدد 8، ديسمبر 2016.

128- مداني احمد ، دور وكالات التصنيف الإئتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات اصلاحها، المملكة العربية السعودية الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، العدد 10 ، جوان 2013.

129- مشري فريد، عتروس صبرينة ، السوق المالية الإسلامية، المفهوم والأدوات، تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، الجزائر، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، العدد 11 ،2017.

130- مفتاح صلاح ، سلطان مونيه ، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الاسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا) الجزائر ، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة بسكرة ، العدد 13، 2013.

131- منذر قحف، محمد محمود الحمال، صكوك الإجازة الموصوفة في الذمة، مجلة الفقه الإسلامي، الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2013.

132- هناء محمد الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية–دراسة حالة–، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، 2015.

133- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية –دراسات العلوم الإدارية –، المجلد 42، العدد 2، 2015.

ثانيا: المواقع الالكترونية والكتب الأجنبية.

134- Bond market –development in malysia , overnew available at :

135- Bursa malysia , market ,on line available at : http// www.bursa malysia.com/ market / 10/04/2019.

136- Bursa malysia , market Securities on line at : http// www.bursa malysia.com/ market/ Securities/equities/ products / shares.

137- Bursa malysia , market Securities on line,available at : http:// www.bursa malysia.com/ market Securities/equities/ products / shares

138- Bursa malysia , market Securities on line,available at : http:// www.bursa malysia.com/ market Securities/ equities/ products / shares.2019/04/10

139- Bursa malysia,coporate-history, on line avaibable at : http:// www.bursa malysia.com /corporate/ about-us/ corporate-history / 10/04/2019.

140- Diversification of islamic financial instruments , concec coordination office turkey , october 2017.

141- Dubai international financial centre ;snknk guide book, dubai, november .

142- Hanudin Amin and othor '' the islamic money market ; '' jn book : islamic fenancial institution and markets chapler : 5 publisher : u k m malaysia ; march 2013.

143- henry w. chesbrough, '' making sens of corporate venture capital '' marvard business review 80.no 3. .USA.march 2002.

144- Lubuan finnancial exchange , about as , on line availablle atM http:// lf e=xsys.lfx.com my/ content/ about/ about/asp 10/04/2019.

145- Mohamed Akram laldin , islamic b=financial system : the malysian experience and the way for ward, op cit.p19 , available at www.emeraldim sight.com /journals htm ,articleed ,1744958 & show abstract ;16/01/2019.

146- saleh N. N.eftci ; '' principles of financial elnineering '' academic pressis an impriant of elsevier ; seconde edition california ;usa ;2008.

147- Securities commission malysia ,available at :www.sc.com.my/legislation 16/03/2019

148- Securities commission malysia, islamic find and wealth management blueprint, 2017.

149- SELMAN SAYED –ALI '' islamic capital market products- devlopment and chellenges '' (islamic. development bank.irti) occasionan paper N° 9 ; jeddah ; saudi arabia 2005.

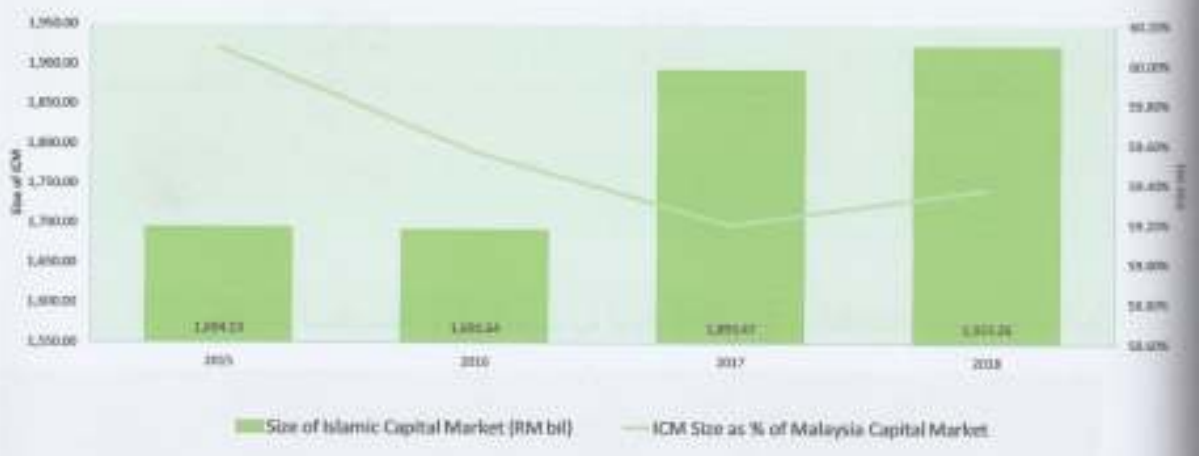
150- Taric AL-rifai ,"islamic equity funds :ABrief industry Analysis ,"Failaka Iinternational INC , koweit, october1 , 1999,www.failaka .com ,

151- www.sc.com my main-asp ?. Menuid350 linked=type 10/04/2019.

ملاحق

الملحق رقم (01): إحصائيات السوق المالية الاسلامية الماليزية 2015-2018.

1- السوق المالية الماليزية



2 حجم السوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia (RM Bil)	Bonds & Sukuk Outstanding (RM Bil)	Total Size of Malaysia Capital Market (RM Bil)
2015		1,694.78	1,124.84	2,819.61
2016		1,667.37	1,172.91	2,840.28
2017		1,906.84	1,291.91	3,198.76
2018	Jan 2018	1,960.34	1,310.31	3,270.65
	Feb 2018	1,941.98	1,321.14	3,263.12
	Mar 2018	1,895.66	1,343.66	3,239.32

3- حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية

Year	Month	Market Capitalisation for Shariah Compliance PLCs (RM Bil)	Sukuk Outstanding (RM Bil)	Total Size of Islamic Capital Market (RM Bil)
2015		1,086.20	607.93	1,694.13
2016		1,030.56	661.08	1,691.64
2017		1,133.83	759.64	1,893.47
2018	Jan 2018	1,162.24	773.04	1,935.27
	Feb 2018	1,148.45	781.62	1,930.07
	Mar 2018	1,126.59	796.67	1,923.26

4-إحصاءات السوق المالية الإسلامية الماليزية

Year	Month	% of Islamic Capital Market out of Total Capital Market	Y-o-Y Growth	Current Year M-o-M Growth
2015		60.08%		
2016		59.56%	-0.15%	
2017		59.19%	11.93%	
2018	Jan 2018	59.17%		2.21%
	Feb 2018	59.15%		-0.27%
	Mar 2018	59.37%		-0.35%

5- المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا حسب القيمة السوقية

Year	Month	Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia (RM Bil)	Market Capitalisation for Shariah Compliance PLCs (RM Bil)	% to Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia
2015		1,694.78	1,086.20	64.09%
2016		1,667.37	1,030.56	61.81%
2017		1,906.84	1,133.83	59.46%
2018	Jan 2018	1,960.34	1,162.24	59.29%
	Feb 2018	1,941.98	1,148.45	59.14%
	Mar 2018	1,895.66	1,126.59	59.43%

6- المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا حسب رسملة السوق

Year	Month	Total PLCs on Bursa Malaysia	Shariah Compliances PLCs	% to Total PLCs on Bursa Malaysia
2015		903	667	73.86%
2016		904	671	74.23%
2017		905	688	76.02%
2018	Jan 2018	905	687	75.91%
	Feb 2018	906	687	75.83%
	Mar 2018	907	688	75.85%

7- السندات والصكوك المعلقة (الحكومة والشركات) في السوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Outstanding (RM Bil)	Sukuk Outstanding (RM Bil)	% of Sukuk to Total
2015		1,124.84	607.93	54.05%
2016		1,172.91	661.08	56.36%
2017		1,291.91	759.64	58.80%
2018	Jan 2018	1,310.31	773.04	59.00%
	Feb 2018	1,321.14	781.62	59.16%
	Mar 2018	1,343.66	796.67	59.29%

8-إصدار السندات والصكوك (الحكومة والشركات) في السوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Issuance (RM Bil)	Sukuk Issuance (RM Bil)	% of Sukuk Issuance to Total Issuance
2015		270.15	117.70	43.57%
2016		240.56	129.45	53.81%
2017		317.94	168.68	53.05%
2018	Jan 2018	29.34	16.78	57.19%
	Feb 2018	30.62	13.93	45.48%
	Mar 2018	40.19	17.91	44.55%

9- سندات الشركات والصكوك المعلقة في السوق المالية الماليزية

Year	Month	Corporate Bond & Sukuk Outstanding (RM Bil)	Corporate Sukuk Outstanding (RM Bil)	% of Corporate Sukuk to Total Corporate Bond & Sukuk
2015		504.33	361.33	71.65%
2016		532.76	393.45	73.85%
2017		604.88	454.49	75.14%
2018	Jan 2018	611.63	461.04	75.38%
	Feb 2018	614.87	464.05	75.47%
	Mar 2018	625.07	472.80	75.64%

الملحق رقم (02): إدارة الصناديق الإسلامية وإحصائيات نظام الاستثمار الجماعي في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2015-2018.

1- الأصول الإسلامية تحت إدارة الصناديق الماليزية

Year	Month	Total Asset Under Management (RM Bil)	Islamic Asset Under Management (RM Bil)	Islamic Asset Under Management (%)
2015		667.81	132.38	19.82%
2016		696.27	149.64	21.49%
2017		776.23	170.83	22.01%
2018	Jan 2018	795.11	171.63	21.59%
	Feb 2018	784.62	167.92	21.40%

2- حجم صندوق الوحدة الإسلامية

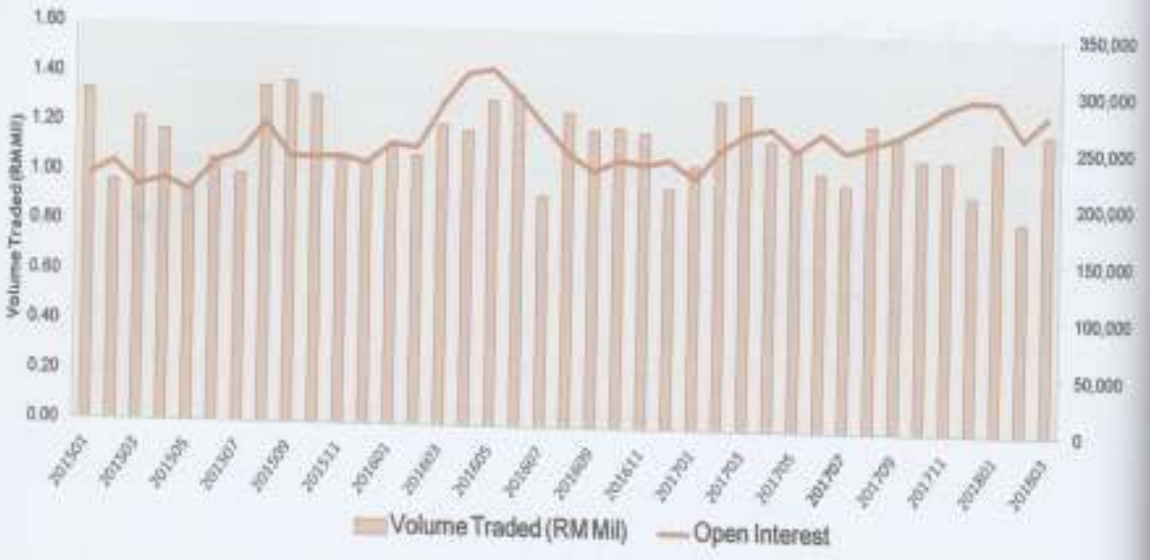
Year	Month	Total Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (%)
2015		346.58	52.12	15.04%
2016		358.47	60.92	16.99%
2017		426.98	77.78	18.22%
2018	Jan 2018	441.10	78.40	17.77%
	Feb 2018	439.73	78.21	17.79%
	Mar 2018	435.14	77.20	17.74%

3- حجم الصندوق الإسلامي بالجملة

Year	Month	Total Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (%)
2015		84.53	31.66	37.46%
2016		90.84	35.71	39.31%
2017		84.68	37.72	44.54%
2018	Jan 2018	86.50	37.88	43.79%
	Feb 2018	84.85	35.99	42.42%
	Mar 2018	84.14	34.97	41.56%

الملحق رقم (03): إحصائيات المشتقات المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2015-2018.

1-إحصائيات المشتقات المالية



2-حجم المشتقات المالية الشرعية في السوق المالية

Year	Month	Volume Traded (Million)	Open Interest
2015		13.83	230,376
2016		14.04	237,232
2017		13.65	294,856
2018	Jan 2018	1.17	293,764
	Feb 2018	0.86	261,572
	Mar 2018	1.21	283,201

Source: Securities Commission Malaysia.

قائمة

الجداول

قائمة الجداول

الجدول رقم	العنوان	الصفحة
01	حجم الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية مع نسبة كل نوع من أنواع الصكوك خلال الفترة (2005-2015).	106
02	تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية وصافي قيمتها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة الممتدة ما بين 2007.	112
03	حجم المشتقات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2005-2016).	113
04	حجم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009	114
05	رسمية سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة 2005-2016.	116
06	رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).	117
07	حجم صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية (2015-2018).	119

قائمة

الأشكال

قائمة الأشكال

الشكل رقم	العنوان	الصفحة
01	يوضح أقسام السوق المالي.	11
02	يوضح أنواع الصكوك الإسلامية.	58
03	هيكل صكوك المقارضة.	61
04	هيكل صكوك المشاركة.	64
05	هيكل صكوك الإجارة.	68
06	هيكل سوق الأوراق المالية الماليزية.	95
07	حجم السوق الماليزي للفترة (2016 -2006) و ن(تريليون رينجت ماليزي).	96
08	حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2018-2015) و ن(بليون رينجت ماليزي).	103
09	تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل / مرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).	107
10	تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).	108
11	تطور إصدار صكوك المضابة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).	109
12	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).	109
13	تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2015).	110
14	تطور حجم الصكوك المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية مع نسبة كل من أنواع الصكوك خلال الفترة (2005-2015).	110
15	النسبة الإجمالية لكل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية المعتمدة في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).	111
16	حصة ماليزيا من سوق صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية سنة2015.	112
17	صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2007-2015).	113
18	جحم عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015.	117
19	تطور رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).	118
20	تطور رسملة سوق الأوراق المالية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2005-2016).	119

قائمة

الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم	العنوان	الصفحة
01	إحصائيات السوق المالية الاسلامية الماليزية 2015-2018	139
02	إدارة الصناديق الإسلامية وإحصائيات نظام الاستثمار الجماعي في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2015-2018	142
03	إحصائيات المشتقات المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2015-2018	143

فهرس المحتويات

البسملة
شكر وتقدير
إهداء
ملخص
مقدمة: .....أ

الفصل الأول: الإطار النظري للسوق المالي الإسلامي

تمهيد:..... 5
المبحث الأول: الأسواق المالية مفهومها ووظائفها وأنواعها. 6
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ووظائفها..... 6
الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية. 6
الفرع الثاني: نشأة السوق المالي. 7
الفرع الثالث: وظائف وأهمية السوق المالي..... 8
المطلب الثاني: تنظيم السوق المالي. 11
الفرع الأول: المتدخلون في السوق المالي. 12
الفرع الثاني: أوامر السوق المالي. 13
الفرع الثالث: التسعير في البورصة. 15
الفرع الرابع: عمليات السوق المالي. 16
المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي..... 17
الفرع الأول: الأوراق المالية التي تمثل أدوات ملكية (أسهم). 17
الفرع الثاني: الأوراق المالية التي تمثل دين(السندات)..... 18
الفرع الثالث: الأوراق المالية الهجينة (الأسهم الممتازة)..... 19
الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية). 20
المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية..... 22
المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي ووظائفه. 22

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية..... 22
الفرع الثاني: نشأة السوق المالية الإسلامية..... 24
الفرع الثالث: وظائف السوق المالية الإسلامية..... 25
المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية الإسلامية. 26
الفرع الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها. 26
الفرع الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول..... 27
الفرع الثالث: مقومات عمل الأسواق المالية الإسلامية. 28
المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية. 29
الفرع الأول: التشريعات والقوانين..... 29
الفرع الثاني: الضوابط الشرعية: 29
الفرع الثالث: الشروط الفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية. 31
الفرع الرابع: تنوع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية:..... 32
المبحث الثالث: تنظيم الأسواق المالية الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها. 33
المطلب الأول: مكونات السوق المالي الإسلامي:..... 33
الفرع الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي..... 33
الفرع الثاني: شركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامية. 33
الفرع الثالث: شركات السمسرة وصناع السوق. 34
الفرع الرابع : وكالات التصنيف الإئتماني والمؤسسات الأخرى المشاركة في السوق المالي. 35
المطلب الثاني: إجراء تنظيم السوق المالي الإسلامي. 36
الفرع الأول: أوامر السوق المالي الإسلامي. 36
الفرع الثاني: حكم كل نوع من الأوامر من الناحية الشرعية..... 38
الفرع الثالث: التسعير وتداول الأوراق المالية في سوق المالية. 39
المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية. 41
الفرع الأول: صعوبات تواجه عمل السوق المالية الإسلامية.....41
الفرع الثاني: المشاكل التي تواجه إقامة السوق المالية الإسلامية. 42

الفرع الثالث: تحديات أخرى تواجه السوق المالية الإسلامية 43
خلاصة: 44

الفصل الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي

تمهيد:..... 46
المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية. 47
المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية. 47
الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية. 47
الفرع الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية. 48
الفرع الثالث: أهداف الهندسة المالية الإسلامية. 49
المطلب الثاني: تحديات الهندسة المالية المساهمة ومناهج تطويرها. 50
الفرع الأول: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية 50
الفرع الثالث: منهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية. 51
الفرع الثالث: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية. 52
المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية..... 53
المطلب الأول: ماهية الأدوات المالية الإسلامية. 53
الفرع الأول: تعريف الأدوات الإسلامية 53
الفرع الثاني: الأسس الشرعية للأدوات المالية الإسلامية. 54
المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية 54
الفرع الأول: مفهوم الصكوك. 55
الفرع الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية. 56
الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية..... 56
الفرع الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية 58
المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية. 69
الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية..... 69
الفرع الثاني: مشروعية صناديق الاستثمار الإسلامية.....70

الفرع الثالث: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية: 71
الفرع الرابع: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية..... 72
المطلب الثالث: المشتقات المالية الإسلامية. 74
الفرع الأول: عقود الخيار. 74
الفرع الثاني: العقود الآجلة: 75
الفرع الثالث: العقود المستقبلية..... 76
المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية. 78
المطلب الأول: أهمية الصكوك المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية. 78
الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية. 78
الفرع الثاني : دور الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة السوق المالية الإسلامية. 78
الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية. 79
المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية الإسلامية ودورها في إضافة مؤسسات. 79
الفرع الأول: تجميع وحشد الموارد المالية للسوق المالية الإسلامية. 80
الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة للسوق المالية الإسلامية. .. 81
الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية. 81
الفرع الرابع: تطبيقات بعض أنواع الصكوك الإسلامية على السوق المالية الإسلامية..... 82
خلاصة : 86

الفصل الثالث: دور تطبيق الأدوات المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية الماليزية

تمهيد:..... 88
المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.....89
المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها. 89
الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية..... 89
الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية..... 89
الفرع الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية..... 90

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها. 96
الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا..... 96
الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية..... 97
الفرع الثالث: أهداف وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية..... 99
المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وظائفها، شروط إنشاءها، مميزاتها. 100
الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأقسامها. 100
الفرع الثاني: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:.....101
الفرع الثالث: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....102
المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا. 104
المطلب الأول: الصكوك الإسلامية في ماليزيا.....104
المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.....111
المطلب الثالث: المشتقات المالية المتداولة في ماليزيا.....113
المبحث الثالث: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.....116
المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية في ماليزيا. 116
المطلب الثاني: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.....119
خلاصة: 120
قائمة المصادر والمراجع 125
ملاحق 138
قائمة الجداول 145
قائمة الأشكال 147
قائمة الملاحق: 149
فهرس المحتويات.....151