



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الموضوع:

# مقومات انشاء سوق للاوراق المالية الإسلامية - دراسة حالة التجربة الماليزية -

إشراف الدكتور:

محمد الأمين مصباحي

إعداد الطالبات:

زهية بيات

فطيمة حجاج

أمل توانسة

لجنة المناقشة

المؤسسة	الصفة	الرتبة	الاسم واللقب
جامعة الوادي	رئيسا	أستاذ مساعد أ	هشام غربي
جامعة الوادي	مشرفا	أستاذ مساعد أ	محمد الأمين مصباحي
جامعة الوادي	مناقشا	أستاذ محاضر أ	البشير دريدي

الموسم الجامعي: 2021 - 2022



تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة و مميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، حيث تبين أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تكمن في مدى توفر ووجود الأدوات المالية الإسلامية التي تنضبط بالضوابط الشرعية إصدارا وتداولاً. ولذلك فقد جاءت هذه الدراسة لتبين دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث توضح أن نجاح هذه السوق وتطورها يعتمد على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، حيث أن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يضيفي النجاح والتميز على أداء السوق المالية و يعتبر من ابرز عوامل نموها، كما تبين أيضا أنه ومن خلال الهندسة المالية الإسلامية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

الكلمات المفتاحية: الأدوات المالية الإسلامية، السوق المالي الإسلامي، الأسهم، صناديق الاستثمار الإسلامية، الصكوك .

### Summary:

The Islamic financial market occupies an important and distinctive position in contemporary economic systems, and As it was found that the first and most important steps for establishing an Islamic financial market lie in the availability and presence of Islamic financial instruments that are regulated by Shari'a controls in issuance and circulation. Therefore, this study came to show the role and importance of Islamic financial instruments, especially among them compatible stocks, the provisions of Islamic Shari'a and Islamic instruments. And Islamic investment funds in activating and developing the Islamic financial market, as it shows that the success and development of this market depends on the diversity and development of the Islamic financial instruments traded in it, as the availability of more than one alternative for investors confers success and distinction on the performance of the financial market. One of the most prominent factors of its growth, as it was also found that through Islamic financial engineering it is possible to develop and innovate Islamic financial tools that would expand and revitalize the Islamic financial market, which complement and contribute to the development of banking work on the one hand, and work to support economic growth in countries Islam on the other hand.

**Keywords:** Islamic financial instruments, Islamic financial market, stocks, Islamic investment funds, sukuk.

# شكر و عرفان

لله الحمد من قبل و من بعد على إتمام هذا العمل، حمدا يليق بجلاله

و عظيم فضله و إحسانه، إنه هو أهل الثناء و الحمد.

ثم جزيل الشكر و العرفان بالتوجيهات القيمة التي تعهدنا بها

الأستاذ الدكتور: محمد الأمين مصباحي

لإنجاز هذه الرسالة

وجزاء الله خيرا الأساتذة في جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

و كل من درسنا خلال الأطوار التعليمية

و كل من ساهم في انجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد....

بـ زهية .... فطيمة... أمل

## الإهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك ... و لا تطيب اللحظات إلا  
بذكرك ...

و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك ... و لا تطيب الجنة إلا برويتك الله جل جلاله .

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ... و نصح الأمة ... إلى نبي الرحمة و نور العالمين  
سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم.

إلى ملاكي في الحياة ... إلى معنى الحب و الحنان ... إلى بسمة الحياة و سر الوجود ... إلى  
من كان دعائها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي ... إلى من صبرت من أجل وصولي إلى  
هذا المقام ... إلى أغلى الحبايب أمي الغالية

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار ... إلى من كلفه الله بالهيبة و الوقار ... إلى من علمني  
العطاء بدون انتظار ... ودلني إلى سبيل التقوى و الموعدة الحسنة ... و هيأ لي أسباب  
النجاح ... إلى ابي الغالي.

إلى ينبوع الحب و الحنان ... جدتي الغالية رحمها الله .

إلى من حبهم يجري في عروقي و يلهج بذكراهم فؤادي إلى أخواتي و إخوتي .

إلى كل من أخوالي وخالاتي و عماتي و إلى كل الأحبة و الأقارب.

..... إلى صاحبة القلب الطيب و النوايا الصادقة فلاحى عائشة....

إلى زميلاتي في المذكرة: "أمل"، "فطيمة"

الآن تفتح الأشرعة و ترفع المرساة لتنتقل السفينة في عرض بحر واسع مظلم هو بحر  
الحياة و في هذه الظلمة لا قنديل الذكريات، ذكريات الأخوة البعيدة إلى الذين أحببتهم و  
أحبوني صديقاتي العزيزات: هدى، سامية....

.....إلى كل من له مكان في قلبي، وإلى كل من لي مكان في قلبه .....

... إلى الذي ساندني في إتمام هذه المذكرة زميلي في العمل: الاسعد علالي...

إلى كل الذين يسعهم قلبي و لم تسعدهم أوراق مذكرتي هذه إليكم جميعا أهدي ثمرة جهدي  
هذا.

كما لا أنسى جميع الأساتذة الذين ساهموا في هذا العمل.

زهية

الإهداء

اهدي ثمرة جهدي الى

روح والدي رحمه الله وأسكنه فسيح جناته

أمي قرّة عيني وأغلى ما أملك في هذه الدنيا أطال الله في عمرها وحفظها لنا ورعاها

سندي في هذه الحياة زوجي العزيز العروسي رقيقة

اخوتي وأخواتي

جميع الاصدقاء دون تفضيل

رفيقاً دربي في هذا المشوار زهية بيات ، أمل توانسة

كل من لم تحمل أسماءهم مذكري ولم تنساهم ذاكري

كل طلاب العلم

فطيمة

www.sunna.info

www.sunna.info

## إهداء

إلى أبي وأمي الغاليين ، من أوصاني الله تعالى بهما إحسانا

"وقضى ربك ألا تعبد إلا إياه وبالوالدين إحسانا إما يبلغنا عندك الكبر أحدهما أو كلاهما فلا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما "

إلى إخوتي وأخواتي دمت لى سندا لايميل

رحيل ، إكرام ، الحسين ، ليا ، مرتضى

إلى جدي وجدتي والى روح جدي المجاهد عبد الرزاق حرة اللهم أجزه عن الإحسان إحسانا

إلى جدي علي توانسة حفظه الله وأنعمه بالصحة والعافية وطول العمر ،

وعن الإساءة عفووا وغفرنا

إلى جدتي علجية سلاطنة ، زهرة خرخش بدوام الصحة والعافية وطول العمر

إلى رفقتي ومن كان لهن الفضل فى اتمام هذا العمل زهية بيات ، فطيمة حجاج

أمل

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
46	الفرق بين الصكوك و السندات	01
72	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015- 2020	02
73	تطور رسملة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال 2015-2020	03
75	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال 2015-2020	04
76	تطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	05
77	تطور حجم وقيمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	06
78	قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى القيمة السوقية % خلال فترة 2015-2020	07

## فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
8	أقسام الأسواق المالية	01
34	أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي	02
53	أنواع الصكوك الإسلامية	03
62	أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية	04
63	خطة المشروع لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية	05
68	أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	06
72	التمثيل البياني لتطوير رشملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2020-2025	07
74	التمثيل البياني لتطوير رشملة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	08
75	التمثيل البياني لتطوير الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال فترة 2015-2020	09
76	التمثيل البياني لتطوير حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	10
77	التمثيل البياني لتطوير حجم وقيمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	11
79	التمثيل البياني لتطوير مؤشر معدل دوران الصكوك سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة 2015-2020	12

# فهرس المذكرة

كلمة شكر وعرفان

الإهداء

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الفهرس

المقدمة

أ-هـ

### الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

- تمهيد..... 2
- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية..... 3
- المطلب الأول: مفهوم السوق المالية ونشأته..... 3
- أولاً: نشأة الأسواق المالية..... 3
- ثانياً: تعريف السوق المالية..... 4
- المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية وأهميتها..... 5
- أولاً: السوق النقدية..... 5
- ثانياً: السوق رأس المال..... 7
- ثالثاً: أهمية الأسواق المالية..... 9
- المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية..... 10
- المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية وأهم وظائفه..... 10
- أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية..... 10
- ثانياً: نشأة أسواق الأوراق المالية..... 11
- ثالثاً: دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني..... 12
- المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية وأقسامه..... 13
- أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية..... 13
- ثانياً: أقسام سوق الأوراق المالية..... 13
- المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية..... 16
- أولاً: الأسهم العادية والممتازة..... 16

17	ثانيا: السندات.....
18	ثالثا: المنتجات المالية المستحدثة (المشتقات المالية) .....
18	المبحث الثالث: المتداخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية وكفاءتها.....
18	المطلب الأول: الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية.....
18	أولا: لجان-هيئات-تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية.....
19	ثانيا: المتعاملون في سوق الأوراق المالية.....
20	ثالثا: الوسطاء الماليون.....
20	المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية.....
20	أولا: عمليات سوق الأوراق المالية.....
21	ثانيا: أوامر سوق الأوراق المالية.....
22	المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالي.....
22	أولا: ماهية الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.....
25	ثانيا: مستويات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية.....
25	ثالثا: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفاء.....
26	خلاصة الفصل.....

## الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية

28	تمهيد.....
29	المبحث الأول: مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
29	المطلب الأول: نشأة ومفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
29	أولا: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية.....
30	ثانيا: تعريف السوق المالية الإسلامية.....
31	ثالثا: خصائص السوق المالية الإسلامية.....
32	المطلب الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
32	أولا: مفهوم الأدوات المالية الإسلامية.....
32	ثانيا: خصائص الأدوات المالية الإسلامية.....
32	ثالثا: أنواع الأدوات المالية الإسلامية.....
34	المطلب الثالث: مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية والضوابط الشرعية للمعاملات فيه.....
34	أولا: مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية.....
35	ثانيا: الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....

36	المبحث الثاني: السندات وبدائل الشرعية لها.....
36	المطلب الأول: السندات (مفهومها وخصائصها) .....
36	أولاً: مفهوم السندات.....
37	ثانياً: خصائص السندات.....
38	المطلب الثاني: أنواع السندات وحكم التعامل بها.....
38	أولاً: أنواع السندات.....
41	ثانياً: حكم التعامل بالسندات.....
43	المطلب الثالث: الصكوك كبدايل شرعية عن السندات.....
43	أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية.....
44	ثانياً: أنواع الصكوك المالية الإسلامية.....
45	ثالثاً: الفرق بين الصكوك و السندات.....
47	المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية.....
47	المطلب الأول: مفهوم و نشأة و خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....
47	أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية.....
47	ثانياً: نشأة الهندسة المالية الإسلامية.....
48	ثالثاً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....
49	رابعاً: أهداف الهندسة المالية الإسلامية.....
49	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للهندسة المالية الإسلامية.....
50	المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية.....
50	أولاً: المنتجات المستحدثة:.....
53	ثانياً: التصكيك الإسلامي.....
54	خلاصة الفصل:.....

### الفصل الثالث: قياس الأداء في السوق المالي الإسلامي الماليزي

56	تمهيد.....
57	المبحث الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية في ماليزيا.....
57	المطلب الأول: لمحة عن تطور الاقتصاد الماليزي.....
57	أولاً: نبذة عن ماليزيا.....
57	ثانياً: تعريف الاقتصاد الماليزي.....
58	ثالثاً: مراحل تطور الاقتصاد الماليزي.....

59	رابعاً: مقومات نجاح الاقتصاد الماليزي.....
60	المطلب الثاني: التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا.....
60	أولاً: التطور التاريخي لسوق رأس المال في ماليزيا.....
61	ثانياً: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية.....
62	ثالثاً: خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي.....
63	المطلب الثالث: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
63	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
64	ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
64	ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
65	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
65	المطلب الأول: ضوابط سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.....
65	أولاً: ضوابط إصدار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الماليزي.....
66	ثانياً: ضوابط المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
66	المطلب الثاني: أنواع الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
68	المطلب الثالث: الهيئات الرقابية ومميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
70	المبحث الثالث: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
70	المطلب الأول: المؤشرات الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
70	أولاً: المؤشر الإسلامي الماليزي: (Dow jones – Rashid).....
71	ثانياً: مؤشر كوالالمبور للشريعة.....
71	المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية.....
71	أولاً: القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
72	ثانياً: القيمة السوقية للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....
74	المطلب الثالث: مؤشرات حجم التداول ومعدل دوران الصكوك.....
74	أولاً: مؤشرات حجم التداول.....
78	ثانياً: مؤشر معدل دوران الصكوك.....
80	خلاصة الفصل.....
84-82	الخاتمة.....
93-86	المراجع.....

**المقدمة**

## المقدمة

تعد الأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص لب أي اقتصاد في العالم بغض النظر عن هوية هذا الاقتصاد أو مدى تقدمه، ومن هنا جاء اهتمام الإسلام بالأسواق، بحيث خصها بعنايته خاصة بما يتناسب مع دورها في حياة الأفراد والدول.

ونتيجة للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في العالم استجابة للتقدم التكنولوجي الهائل وثورة الاتصالات والمعلومات، حيث أصبحت تمثل الوسيلة الرئيسية في توفير التمويل اللازم وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق وما تمتلكه من أدوات مالية متنوعة.

وتعد سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال، وبقدر قوة واستقرار وثبات ونشاط هذه الأسواق يكون استقرار وثبات ونشاط اقتصاديات الدول وهي المرآة التي تعكس صورة النشاط الاقتصادي للبلاد.

وانطلاقاً مما تقدم، تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات الحقيقية والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي .

ومن مقومات السوق المالية الإسلامية وأدواتها هو التزامها بقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، وتعتبر الأدوات المالية الإسلامية من أهم ركائزها إذ تعمل على توسيعها وزيادة عمقها ودورها التنموي، وعليه تم طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

## أولاً: إشكالية الدراسة

✓ ما هي مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية؟

إن الإجابة عن هذه الإشكالية الرئيسية تمر عبر الإجابة عن التساؤلات الفرعية التالية:

- ما دور مكونات النظام المالي في إنشاء السوق الأوراق المالية الإسلامية؟
- هل هناك أدوات مالية تحترم مبادئ الشريعة الإسلامية ولها نفس دور الأدوات المالية التقليدية؟
- ما مدى نجاح التجربة الماليزية فيما يخص إنشاء الأسواق المالية الإسلامية؟

## ثانياً - فرضيات الدراسة

ومحاولة لإيجاد إجابة على التساؤلات تم اقتراح الفرضيات والتي حاولنا اختيار صحتها من عدمه في هذا البحث وهذه الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه تداول مختلف الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشرعية الإسلامية.
- **الفرضية الثانية:** للهندسة المالية الإسلامية دور في إنشاء وتطوير السوق المالي الإسلامي.
- **الفرضية الثالثة:** الصكوك الإسلامية إحدى أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وفي السوق المالي الماليزي، وعملت على تطويره.

### ثالثا - أسباب اختيار موضوع الدراسة

- تكمن مبررات اختيار موضوع << مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية >> في النقاط التالية:
- حداثة سوق رأس المال الإسلامي وأهميته.
- الرغبة في البحث في الدراسات الاقتصادية والمالية الإسلامية.
- الدور الكبير الذي لعبته الأسواق المالية عامة وأسواق رأس المال الإسلامي خاصة بعد أزمة 2008.
- أهمية الدور الذي تلعبه منتجات الهندسة المالية الإسلامية وبالأخص الصكوك الإسلامية في تنشيط رأس المال الإسلامية.

### رابعا - أهمية الدراسة

#### 1- أهمية الدراسة للباحث:

- تكمن أهمية البحث بالنسبة للباحث في:
- يمثل نقطة دخول إلى عالم الاهتمام بهذا الجانب من الاقتصاد وولوجه من أهم أبوابه في العصر الحديث وهو سوق رأس المال الإسلامي.

#### 2- أهمية الدراسة للمجتمع:

- يمكن لهذا البحث أن يفيد المجتمع في الجوانب التالية:
- إن البحث في ميدان سوق رأس المال الإسلامي يمكن المستثمرين المسلمين بصفة خاصة من حماية أموالهم وتنميتها مما يساهم في ترشيد القدرات والإمكانيات الاقتصادية لكل الأمة الإسلامية.

- يمكن أن يكون هذا البحث بداية لتوجيه المجتمع الإسلامي للتعامل بالأدوات الاستثمارية.

#### 3- أهمية الدراسة بالنسبة للمكتبة الاقتصادية الإسلامية:

- يمكن أن يكون هذا البحث كمرجع يعتمد عليه في اكتساب بعض المعارف واخذ نظرة على أسواق رأس المال الإسلامية وآليات عملها والأدوات المتداولة فيها؛
- يمكن أن يوفر هذا البحث أسس الانطلاق للبحث في مواضيع أخرى في مجال الاقتصاد الإسلامي مما يوفر بحوث ودراسات تضاف إلى رصيد المكتبات العربية والإسلامية؛

### خامسا - أهداف الدراسة

إن التطرق لإحدى التجارب العملية الناجحة في أسواق رأس المال الإسلامية ودراستها تمكننا من الاستفادة من خبراتها وتجاربها في إنشاء سوق مالية إسلامية، فلا نجاح للبنوك الإسلامية من دون أسواق مالية من نفس النوع توفر لها السيولة اللازمة.

يهدف هذا البحث إلى مايلي:

- التعرف على مفهوم الأسواق المالية الإسلامية وأسباب نشأتها وبيان ضوابطها الشرعية.
- التعرف على شروط إنشاء الأسواق المالية الإسلامية ومقوماتها.
- إلقاء الضوء على أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق المالية الإسلامية وبيان شروطها وضوابطها الشرعية.
- الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بعوامل نجاح السوق المالية الإسلامية.

### سادسا - منهج الدراسة

#### 1 - منهج الدراسة

للإجابة عن الأسئلة التي قمنا بطرحها، وبغية اختبار صحة الفرضيات، فإننا سنعمد على المنهج الوصفي التحليلي الذي سيساعدنا على ربط الأسواق المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية، ويسمح لنا أيضا بدراسة مدى نجاح التجربة الماليزية.

#### 2 - مجتمع الدراسة

بما أن ماليزيا تعتبر الرائدة في مجال إنشاء الأسواق المالية الإسلامية وأكبر الدول التي تنشط فيها، تم الاستناد عليها كنموذج لتطبيق هذه الدراسة.

#### سابعا - صعوبات الدراسة

لا شك أن أي بحث يواجه بعض الصعوبات، ونحن بدورنا واجهتنا بعض الصعوبات في بحثنا هذا ولعل من أهمها:

- تتطلب الدراسة الكثير من الجهد لمحاولة اكتساب قاعدة نظرية تمكن من التنسيق بين جوانبه والإحاطة بحيثياته.
- قلة الدراسات التي تناولت الموضوع رغم أن الكتابات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي كثيرة ومتنوعة.
- غياب تدريس سوق رأس المال الإسلامي في الجامعات الجزائرية، وعدم ممارسته من طرف المؤسسات المالية والمصرفية الجزائرية، وانعدام سوق مالية أيضا توجب ذلك اللجوء إلى إسقاط الدراسة على التجربة الماليزية كونها تجربة رائدة في هذا المجال مما يكلف الباحث عناء البحث عن المعلومات المتعلقة بها من مختلف المواقع الالكترونية.

#### ثامنا - حدود الدراسة:

1. الإطار المكاني: نظرا لاتساع نطاق الدراسة سنحاول التركيز على تجربة ماليزيا في إنشاء سوق مالية إسلامية باعتبارها أوائل وأكبر الدول التي تنشط فيها هذه السوق.

## 2. الإطار الزمني: حدد الإطار الزمني بين 2015-2020

تاسعا - الدراسات السابقة حول الموضوع:

1. دراسة عبد الرحيم الكتامي، 2019 بعنوان: " سوق الأوراق المالية في ماليزيا تجربة رائدة في النظام المالي والمصرفي الإسلامي "

تناولت هذه الدراسة أهمية سوق الأوراق المالية في ماليزيا ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية، وقد تم التوصل إلى أن رأس المال في ماليزيا يعرف تقدما كبيرا، إذ أن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بماليزيا يفوق أداء الأدوات التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، ما أدى إلى خلق فرص استثمارية شرعية تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد.

2. دراسة بولجب الزوير، 2018 بعنوان: " تطوير السوق المالية الإسلامية التجربة الماليزية "

وهي اطروحة دكتوراه، تعرض الباحث فيها إلى أهمية السوق المالية الإسلامية ووظائفها، مع بيان ضوابطها الشرعية ومنتجاتها، وتوضيح كيفية تنظيمها وإجراءات التعامل بداخلها، إلى جانب تحديد متطلبات إنشائها وتطويرها وذلك بدراسة التجربة الماليزية وإبراز مراحل تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا وتحديد عوامل نجاحها.

3. دراسة بوزمارن وسيلة، 2017 بعنوان: " تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية " تناولت هذه الدراسة الموضوع في ثلاثة محاور، تناول المحور الأول عموميات حول الأسواق المالية الإسلامية من خلال مفهومها وخصائصها، أما المحور الثاني فكان نبذة عن ماليزيا، وفي المحور الثالث تم التطرق إلى سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من حيث النشأة والخصائص وطبيعة الأدوات المتداولة فيه، وخلص الباحث إلى أن أهم عوامل نجاح هذا الأخير هو الدعم الحكومي المستمر من طرف حكومة ماليزيا.

4. دراسة يمينة ختروس، 2017 بعنوان: " متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية " تمثلت هذه الدراسة في أطروحة دكتوراه مكونة من أربعة فصول ، كان الفصل الأول بعنوان البورصات و الأسواق المالية الدولية ، و تطرق الفصل الثاني إلى أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية ، أما الثالث فقد درس واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية ، بالإضافة إلى دراسة التجربة الماليزية و البحرينية في إقامة سوق مالية إسلامية دولية ، و من بين ما خلصت الدراسة له هو أن أهمية السوق المالية تكمن في الدور الذي تؤديه على مستوى الاقتصاد الوطني خاصة من خلال توفير السيولة ، بالإضافة إلى وجود توفر مجموعة من الشروط لإنشاء سوق أوراق مالية إسلامية أولها الشروط الشرعية التي يعتمد تحديدها على أن الأصل في المعاملات الإباحة ، و ثانيها الشروط الفنية التي تتضمن كل الإجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح و إصدار تداول الأوراق المالية، أما ثالثها فهو الشروط المهنية التي تتمثل في الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية و الإدارة المالية للأدوات المتداولة و الجهة المصدرة لها.

5. دراسة نبيل خليل، 2007 بعنوان: " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا " تناولت رسالة الماجستير هذه دراسة مدى توافق معاملات وأنشطة سوق

الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومدى تطابق الواقع العملي التطبيقي مع نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مدى قدرة تلك الأسواق من توفير مناخ إسلامي للاستثمار، وتوفير فرص تمويل مربحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

#### عاشرا - هيكل البحث:

للإجابة على الأسئلة المطروحة، وبناءا على المنهج المعتمد، ارتأينا تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول كل فصل يشمل ثلاث مباحث، خصصنا الفصل الأول الإطار النظري لسوق الأوراق المالية تناولنا فيه مختلف المفاهيم والجوانب المتعلقة بالسوق المالية من حيث الأدوات المتداولة وآليات التعامل فيه وكفاءة سوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فقد تضمن مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية، أما الفصل الثالث فقد سلط الضوء على التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية.

# الفصل الأول

## الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

- المبحث الأول: ماهية السوق المالية
- المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية
- المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية وكفاءتها

تمهيد:

يتم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم السوق المالي الذي ينقسم إلى جزئين من حيث التعاملات، القسم الأول يخص المعاملات قصيرة الأجل ويدعى سوق النقد والقسم الآخر تتم فيه المعاملات طويلة الأجل ويعرف باسم سوق الأوراق المالية " سوق رأس المال".

وضمن الإطار العام لسوق رأس المال نجد سوق الأوراق المالية والتي تهدف لتأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية الاقتصادية، وهذا من خلال دورها الرئيسي في توزيع المدخرات القطاع الخاص المحلي والأجنبي بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، وهو ما يجعلها واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية بأقل تكاليف و مخاطر تمويلية أقل.

وقد ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي الذي مرت به معظم دول العالم، مترتبا على ذلك إصدار الكثير من الأدوات المالية كالأسهم والسندات وأنواع أخرى عرفت بـ "المشتقات المالية".

ومما لا شك فيه أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية نتيجة توفر الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، وضمن هذا السياق نتساءل عن مكانه الأسواق المالية العربية، والمعوقات التي تحول دون كفاءتها، ونقترح آليات وسبل رفع كفاءتها.

فمن هذا المنطلق يتم توضيح هذه المفاهيم من حيث المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية السوق المالية
- المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية
- المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية وكفاءتها

## المبحث الأول: ماهية السوق المالية

تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض وقوى الطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات كافة، لذا قمنا بعرض دراسة مفهوم السوق المالية وأهم التقسيمات .

## المطلب الأول: مفهوم السوق المالية ونشأته

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، كما أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق.

## أولاً: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدام سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج من ما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبشكل أدق على تطور في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>. وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل التي ارتبطت بتطور المالي والاقتصادي يمكن تلخيصها كالآتي:

**المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ومحلات الصرافة ارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة<sup>2</sup> تجارية والزراعية وعقارية، الأمر الذي قادا إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، وأصبح يلجئ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة<sup>3</sup>.

**المرحلة الثانية:** وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 16 .

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية: "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، دار عالم الكتب للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2003، ص 7

<sup>3</sup> - عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، دراسة حالة " سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013 " مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة: 2013-2014، ص 3

وزيادة دورها في الائتمان طبق للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خراج الحدود غير أنها لات تستطيع منح القروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة<sup>1</sup>.

**المرحلة الثالثة<sup>2</sup>:** ظهور طلب البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات ... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

**المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، ازداد الاهتمام بسعر الفائدة، بإصدار سندات الخزانة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة لنمو نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي ( البورصات ) بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، من ما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيها.

**المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها.

هذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نمو النظام المالي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامه فيها. وقد تتحول بعض المؤسسات المالية المحلية<sup>3</sup>.

### ثانيا: تعريف السوق المالية

تعرف السوق المالية على أنه ذلك السوق التي يتم فيه تداول الأدوات المالية "الأسهم والسندات" وأدوات مالية جديدة "المشتقات المالية، عقود وخيارات".

كما تعرف السوق المالية من منظور علم الاقتصاد على أنها: الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء<sup>4</sup>.

وتعرف أيضا السوق المالية بأنها وسيلة "ينتفي دفيها شرط المكان" يلتقي خلالها "المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون" من ذوي الاهتمامات "المادية أو المهنية" بالأدوات "الرأسمالية والنقدية

<sup>1</sup> - خليل المندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة طرابلس)، لبنان، 2000، ص 26.

<sup>2</sup> - رمسية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، 2005، ص 10.

<sup>3</sup> - صلاح الدين حسين السيسى، بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 8

<sup>4</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون موزعون، عمان- الأردن، 2010، ص 67.

"أو ب" الصرف الأجنبي" بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة "الحقيقية والمادية والنقدية ... لفترات متباينة" طويلة وقصيرة" اعتمادا على "قوانين وأنظمة وتعليمات" إلى حد ما "عادات وتقاليد وأعراف" معتمدة "محليا أو دوليا".<sup>1</sup>

من ما تقدم يمكن تعريف شامل في الأسواق المالية، وهي عبارة عن الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة "الأصول المالية: قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل" في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي لإصدار أصول مالية أو ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها لوحدة الفائض المالي فتشترتها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفائضها المالية إلى وحدات العجز وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، إما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين ..."<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية وأهميتها

يعد السوق المالي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة، حيث يشمل السوق المالية على نوعين من الأسواق هما أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسا في مجال الاستحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين :

### أولا: السوق النقدية

#### 1- تعريف السوق النقدية:

هناك من يعطيها تعريفا أكثر شمولا من خلال أنها "الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته -فوائضه- عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما". فمن خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل

<sup>1</sup> - هوشار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان- الاردن، 2009، ص 58.

<sup>2</sup> - عبد الحفيظ حزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره ، ص 06

قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.<sup>1</sup>

## 2- تقسيمات السوق النقدية:

وتنقسم هذه السوق إلى قسمين هما:

✓ **أسواق الخصم:** هي تلك السوق التي يتم فيها تعجيل البنك دفع قيمة الورقة التجارية التي لم تحل أجلها إلى المستفيد مقابل تنازل المستفيد عن ملكية حقه الثابت فيها، ويتم الخصم على نوعين من الأوراق التجارية هما: الأوراق التجارية العادية، واذونات الخزنة العامة.

ويتم الخصم في الحالتين مقابل عمولة معينة مع ضمان حق الرجوع على واحد أو أكثر من الموقعين على الورقة التجارية التي لم تسدد في تاريخ استحقاقه.

ويتقاضى البنك مقابل هذه العملية فائدة محددة تحسب من تاريخ الخصم حتى تاريخ استحقاق الورقة التجارية، وعمولة مقابل الخدمات التي يتحملها البنك في عملية الخصم والتحصيل، ثم مصاريف التحصيل.<sup>2</sup>

✓ **أسواق القروض قصيرة الأجل:** يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تتراوح مدتها ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.<sup>3</sup>

## 3- خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بالخصائص التالية:

- يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة.
- أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة.
- يمتاز بالمرونة العالية قياسا بغيره نظرا لقصر الآجال وما يتمتع به من انخفاض درجة المخاطرة.<sup>4</sup>
- يعتبر سوق جملة، ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا و يعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة.

<sup>1</sup> - أحلام عنكوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، 2013-2014، ص 04 .

<sup>2</sup> - أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر، 2012، ص 14. 15 .

<sup>3</sup> - أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، مرجع السابق، ص 15. 16 .

<sup>4</sup> - ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، أساسيات العيني والمالي، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 1999، ص 178 .

- تعتبر آجال الاستحقاق الأدوات السوق النقدي قصيرة الأجل فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءاً من يوم واحد يعطيها صفة السيولة العالية لأدوات الاستثمار في السوق<sup>1</sup>.

ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال بما يلي:

- يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل، بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الأجل.
- يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، بينما يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال.
- أن سوق رأس المال اقل اتساعاً من السوق النقدي. إن سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

### ثانياً: السوق رأس المال

#### 1- تعريف سوق رأس المال:

هو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، من ما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأول سوق الإصدار وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول إصدارات التي تمت في السوق الأولي.

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها، كما تنقسم السوق الغير المنظمة إلى سوق ثالث وسوق رابع:

أ. السوق الثالثة: وتتكون من السماسرة الغير الأعضاء في البورصة المنظمة.

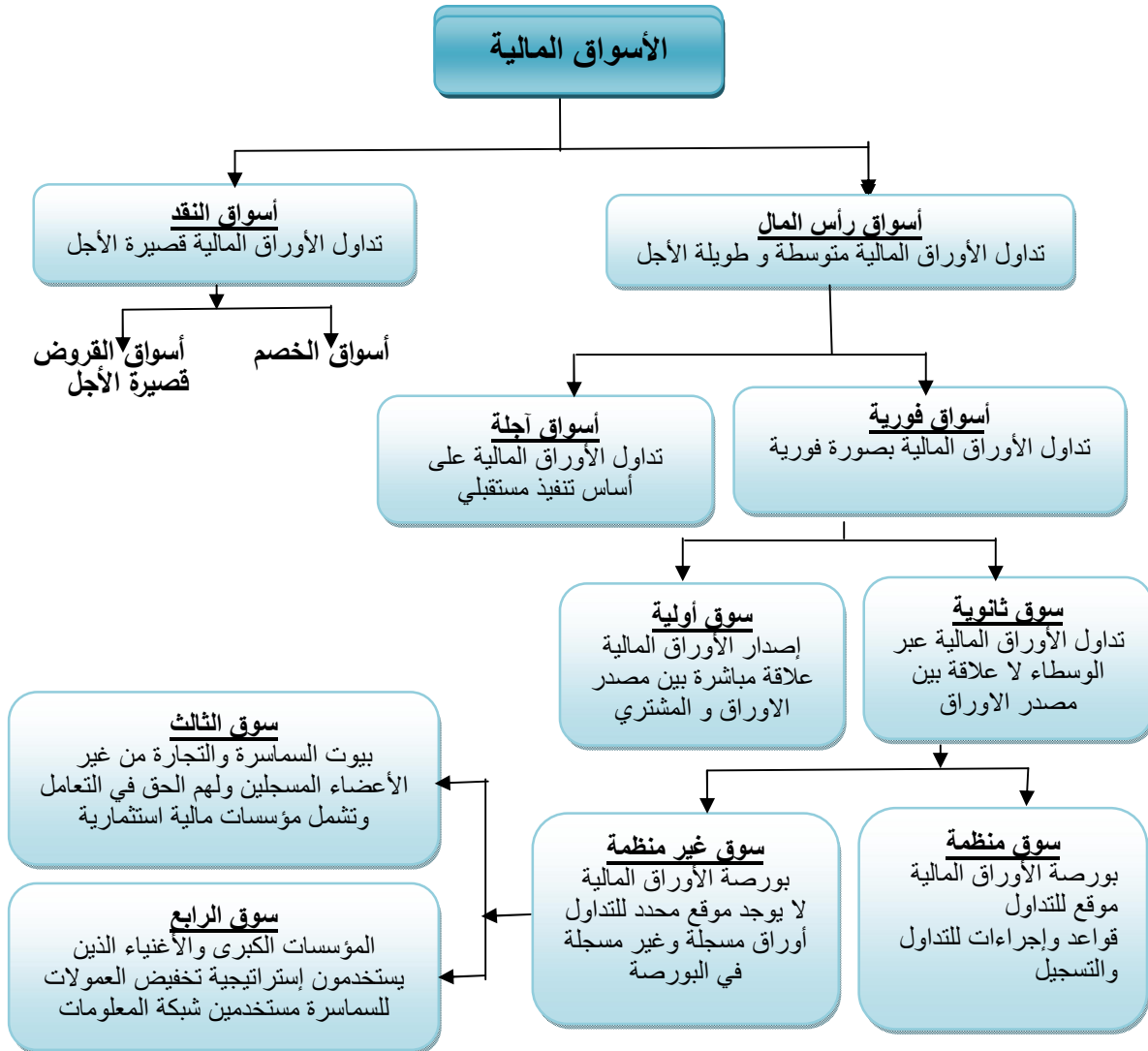
ب. السوق الرابعة: إن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة كما تجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية بنوعيتها تتضمن أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين وهؤلاء هم: السماسرة، التجار، السماسرة والتجار، سماسرة السماسرة، المتخصصون.

<sup>1</sup> - أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان- الاردن، 2012، ص 31.

2- خصائص سوق رأس المال:

- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال له دور فعال في التمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي و أقل سيولة أيضاً.
- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.
- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه<sup>1</sup>.

الشكل رقم: ( 01 ) أقسام الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات" دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة العربية، عمان- الاردن،

2005، ص 45

<sup>1</sup> - أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سابق، ص 32.

ثالثاً : أهمية الأسواق المالية<sup>1</sup>

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعاماته، لم تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الاقتصادي.

ويمكن أن نقول إن أهمية الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل، يمكن إيجازها في النقاط التالية:

1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، فبدلاً من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي، فتشرك الدولة القطاع الخاص في التمويل من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية.

2- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك، أو القروض الخارجية.

3- تتيح الأسواق المالية الفرصة لتحرك الأموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرص استثمارية، خاصة صغار المستثمرين، والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها، إلى زيادة الإنتاج والكفاءة وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع.

4- تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكلفة الصفقات التجارية، سواء من قبل المؤسسات أو الأشخاص.

5- يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول للعمليات القابلة للتحويل، ويترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، بحيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من مختلف الجنسيات.

6 - سهولة تحويل الأوراق المالية المتداولة إلى سيولة نقدية بدون تحمل خسائر له دوراً واضحاً في التوجه إلى الاستثمار، وتقليص عمليات الادخار والاكتناز.<sup>2</sup>

7- تحقق سوق الأوراق المالية التوازن المطلوب داخل الاقتصاد، ويكون ذلك بالتوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض والوحدات التي تعاني من العجز، ويحقق كفاءة في إدارة الأموال.

8- الأسواق المالية لها دور كبير في ضمان وحماية الاقتصاد الوطني والنظام المالي السائد، عند توفر البيئة المناسبة من خلال وجود سياسة اقتصادية رشيدة، ووفرة المدخرات مع وجود جهاز متكامل من المؤسسات المالية بكوادرها المتخصصة.

9- تحقق الأسواق المالية والبورصات عدالة للأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد، وتحقيق السعر المناسب عن طريق الزام الشركات المقيدة فيها بإعطائها معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات" دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة العربية، عمان- الاردن، 2005، ص 46

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره ص 47

10- إن تأسيس الأسواق المالية وتكاملها وارتباطها بالأسواق العالمية، يؤدي إلى تزايد تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول في طور النمو.

### المبحث الثاني : ماهية سوق الأوراق المالية.

تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين متضادتين في الموضوع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، و مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة، أو إعادة تشكيل الحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد، الأمر الذي يعزز آفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل.

### المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية وأهم وظائفه.

تعرف سوق الأوراق المالية بالسوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق و بكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة.

### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من مؤسسات و قطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.<sup>1</sup>

"التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعا في الاستعمال والذي يقتصر على سوق المنظمة البورصة للأسهم والسندات والتي يتعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب."<sup>2</sup>

وتعرف سوق أوراق المالية "بأنها عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس مال أو زيادته، تماما مثل أي نظام آخر، إذ يحقق هذا النظام الأهداف المرجوة منه إذا استخدم في خلق مشاريع اقتصادية"<sup>3</sup>

من خلال ما سبق يمكن استخلاص مفهوم سوق الأوراق المالية:

<sup>1</sup> - احمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص 74  
<sup>2</sup> - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة مكملة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، سنة 2007، ص. 27.  
<sup>3</sup> - قط سليم ، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامي -دراسة مقارنة - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه -علوم الاقتصادية -تخصص نقود وتمويل ، جامعة بسكرة، 2015-2016، ص 3

هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قناة اتصال فعالة بين المتعاملين في سوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية عينة واحدة، بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة".<sup>1</sup>

### ثانيا: نشأة أسواق الأوراق المالية

لقد مرت أسواق الأوراق المالية بعدة مراحل تاريخية كالتالي:

#### 1- الخلفية التاريخية:

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء.

#### 2- مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية<sup>2</sup>:

غير انه لم يتم إنشاء سوق الأوراق المالية بأكملها ونظمها وإدارتها التي عليها اليوم بصورة فجائية بل مرت بمراحل منها :

##### • مرحلة إنشاء أسواق البضائع:

أن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من مرحلة زراعية إلى مرحلة الصناعية، ومما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، إذا ذلك إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن منظما من الحبوب والأغذية من المشاكل العسيرة، مما حتم وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار وإنشاء جارة الجملة لتحمل خطر الاتجار. وأنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م و بورصة البضائع في أمستردام 1608.

##### • مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

لقد انطلق التعامل بهذه الأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر فقد عرفت بداية التداول بالأوراق التجارية "الكمبيالات والسحوبات الأذينة"، فأوجد ملك فرنسا مهنة سماسرة الصرف وهذا من اجل تنظيم هذه العملة .

<sup>1</sup> - عبد الله بن سليمان الحريش، تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، طبعة 1، سنة 2018، ص 67  
<sup>2</sup> - قط سليم، مرجع سبق ذكره، ص 4

● مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

بعد إصدار قرار ويليم الثالث في عام 1693 قرارا حول سندات القرض وحق التنازل عنها لأي شخص يرغب في شراءها .... بدأت أول خطوة لتحقيق سيولة الاستثمار.

● مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

صاحبة مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزياد الدخل من ناحية ورواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أمل ضرورة القيام بالأسواق المالية، التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص في بورصة لندن 1773 ثم باريس 1808 ثم طوكيو وغيرها<sup>1</sup>....

ثالثا: دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني.

لعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل القنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية الى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

1 \_ تعبئة المدخرات المالية .... تسهم سوق المالية في التنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة.

2 \_ توفير السيولة للمستثمرين. أصبحت الأسواق المالية تلعب دورا هاما وحيويا في عملية التمويل المالي للمشاريع المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية.

3 \_ التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة.

4 \_ تحويل الفائض إلى إدارة مختصة (لشركات المساهمة) بدلا من جامعي الأموال ..... يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة.<sup>2</sup>

يمكن القول إن سوق الأوراق المالية تستمد قوتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب التي تقوم بها، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت عينه تأثر

<sup>1</sup> - عبد الحفيظ حزان، عبد الله غالم، أسواق الأوراق المالية - مجلة الاجتهاد القضائي - العدد الحادي عشر - جامعة بسكرة ص ص 71 . 72  
<sup>2</sup> - أديب قاسم شندي، مجلة كلية بغداد، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، 2013، ص ص 160.161 .

به من ما يحدث بتالي آثار جديدة كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال الغير موظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية وأقسامه .**

**أولا: خصائص سوق الأوراق المالية**

- هناك العديد من الخصائص التي يتميز بها سوق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى منها:<sup>2</sup>
- 1- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها الصفقات الكبيرة وممتدة قد تتسع نطاقها لتشمل أجزاء عدة في العالم نفس الوقت.
  - 2- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسد على أمد طويل.
  - 3- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما عن باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
  - 4- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال وسطاء ذو خبرة في الشؤون المالية.
  - 5- التداول في هذه السوق يتم توفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة عملة أساس العرض والطلب.
  - 6- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ الاستثمارية الرشيدة.<sup>3</sup>

**ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية.**

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفق المعايير التالية:

**1-التقسيم على أساس التعامل**

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامي بين النظرية وتطبيق -رسالة استكمال لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير -الجامعة الإسلامية -غزة -2007 ص35

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2004، ص ص35.34.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، م مرجع السابق، ص، ص: 34-35

## ✓ السوق الأولي " سوق الإصدار "

وهي السوق التي تختص بإصدار وطرح الأوراق المالية " الأسهم والسندات " للاكتتاب فيها من قبل الجمهور لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسيع في المشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأسمالها<sup>1</sup>، وهذا أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء أكان في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال، إذن هذه السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم هذه الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء الأفراد أو المؤسسات المالية لكي يتبع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها إما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر وهو قيام مؤسسة مخصصة بإعادة مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعا.<sup>2</sup>

## ✓ السوق الثانوي " سوق التداول "

هي السوق التي يتم التداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً غير السماسرة والوسطاء، وذلك يطلق عليها سوق التداول (البورصة)، ويتم التعامل في هذه السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين<sup>3</sup>، كما أن هناك ارتباطاً وثيقاً بين كل من السوق الثانوي والسوق الأولي، فلولا السوق الثانوي لتأثر السوق الأولي من خلال أحجام الأفراد عن الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة حديثاً، وفي المقابل لا يحتمل أن يكون هناك سوق ثانوي ما لم يكن هناك سوق أولي، لأنه المورد الأساسي له الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية.<sup>4</sup>

## 2-التقسيم على أساس التنظيم

وفقاً لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

## ✓ الأسواق المنظمة:

ويطلق عليها أيضاً بورصة الأوراق المالية، وهي تمثل: الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، ومن أمثلة هذه الأسواق بورصة لندن، طوكيو، وبورصة نيويورك للأسهم، وتعد هذه الأخيرة أكبر بورصة للأوراق المالية في العالم، هذا بالإضافة إلى البورصات الموجودة في دول الخليج العربي وفي مصر و الأردن.<sup>5</sup>

1 - زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ط: 1، دار الفنائس، سنة 1429 هـ - 2009 م، ص 19  
2 - عبد الفقار الحنفي، رسمية فرياقص، أسواق المال: بنوك مالية- بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالي، شركات التأمين، شركات استثمار، د ط ، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000 ، ص 27  
3 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ط: 1، الأردن، دار أسامة، 2008، ص 21.  
4 - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، 2014-2015 ، ص 11  
5 - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، ط: 1، عمان، دار الفكر، 131 هـ ، 2010 م، ص 161

## ✓ الأسواق الغير المنظمة :

وهذه السوق ليس لها مكان معين يتم فيه تبادل الأوراق المالية، و لكنهما تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة في العالم وتربطهم شبكة اتصالات قوية عن طريق خطوط الهاتف أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، والتي تتوفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل بها و يطلق على هذه السوق أيضا السوق الموازية.<sup>1</sup>

## 3- التقسيم وفقا لأطراف التعامل

وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

## ✓ السوق الثالثة:

يتكون من بيوت السماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و تمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على الاستعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبرى ومحافظ الأوراق المالية التي ديرها البنوك لحساب الغير.

## ✓ السوق الرابع:

تتمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون في ما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارا كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة والسمة الأساسية في هذا سوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جدا.<sup>2</sup>

## 4- الأسواق الآجلة:

يضم سوق الأوراق المالية سوق عاجلة تتمثل في الأسواق المنظمة والغير منظمة وأيضا أسواق آجلة. وهو سوق المشتقات المالية، وتعتبر سوق المشتقات المالية وسيلة فعالة ومميزة خاصة للتحويط من الإخطار في الاستثمار لان المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأدوات المالية التي تعرضهم لدرجة قليلة من المخاطر كما أنها أيضا وسيلة للمراجعة أو الترحيح وهو شراء عملات أو أصول مالية في السوق وبيع نفس الكمية في سوق آخر وفي نفس الوقت لتحقيق ربح من فارق السعر كما أنها إحدى أدوات المضاربة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، المرجع نفسه، ص161.

<sup>2</sup> - د. عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص، ص 82.83

<sup>3</sup> - نورليا متسعيد، سوق المشتقات المالية الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليورموك الأردن، 2006-

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

أولاً: الأسهم العادية والممتازة

### 1- الأسهم العادية:

السهم هو وثيقة أو مستند يمثل حصة شائعة في أصول شركة، يثبت حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، كما يخوله مجموعة من الحقوق على اعتباره شريكاً ومن تلك الحقوق:

الحق في الحصول على نصيباً من الأرباح إذا حققت الشركة أرباحاً، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت، والحق في الحصول على جزء أصول الشركة في حالة التصفية تتميز هذه الوثيقة بقابليتها إلى التداول بالطرق التجارية. يصدر السهم بقيمة اسمية تمثل قيمة ما دفعه المساهم من أموال للشركة وعندما يصبح السهم متداولاً يتم تداوله بقيمته السوقية.<sup>1</sup>

وللأسهم العادية عدة أنواع و هي كالتالي:

• **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة.

• **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** تسمح تشريعات بعض منها -الولايات المتحدة الأمريكية- للمنشآت التي تباع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بما يخصم التوزيعات لهذه الأسهم من إلا يراد قبل الفائدة و الضريبة.

• **الأسهم العادية المضمونة:** وهو نوع يعطي الحق لحامله في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم، لكن بعد انتهاء الفترة المحددة فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض.<sup>2</sup>

### 2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي: يمثل صك ملكية ليس له استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراءات توزيعها و أخيراً قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدار جديد من الأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - د. عبد الكريم قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد 21، 2021، ص 23.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، الأسواق و المؤسسات المالية، الجامعة للنشر، الإسكندرية، ص 258.

<sup>3</sup> - إبراهيم الكرانة - إرشادات عملية في تقييم الأسهم و السندات - صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية - أبو ظبي - 2010، ص 162.

و للأسهم الممتازة نوعين هما:

• **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل فيه هي أوراق مالية ذات عائد ثابت، أما عن الاتجاهات الحديثة شأن الأسهم الممتازة، هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات بهذا النوع من الأسهم.

• **الأسهم الممتازة التي لا الحق التصويت:** يعطي هذا النوع الحق لحاملها في التصويت في مجلس الإدارة و ذلك كنوع من التعويض إذا ما خفضت القيمة لأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين.

**ثانياً: السندات**

هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل قرضاً جماعياً طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام، تمثل ديوناً على ذمة الشركة التي أصدرتها، وتمثل قيمتها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة، دون ارتباط بأعمالها ربحاً كانت أو خسارة وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بطرق التجارية.<sup>1</sup>  
وللسندات عدة أنواع نذكرها:<sup>2</sup>

1- **السندات ذات مكافأة الوفاء:** قد تصدر الشركة سندات بأقل قيمتها الاسمية ولكنها عند استحقاق تلك السندات تدفع للمقرض قيمة السند الاسمية ويكون الفرق بين المبلغين مكافأة الوفاء.

2- **السندات ذات النصيب:** تصدر هذه السندات بقيمتها الاسمية وتعطي لصاحبها الحق بفائدة ثابتة، غير أن معدل الفائدة يكون أدنى من المعدل السائد، فتخصص الشركة المبلغ المتجمع من هذا الفرق لدفع جائزة ينالها السند أو السندات التي تعين بالقرعة في كل سنة.

3- **السندات الرهينة:** يجوز للشركة للأجل حمل الجمهور على الاكتتاب سندات أن تعرض عليهم ضمانات شخصية أو عينية لاسيما على عقار أو أكثر من عقاراتها تقدمه كضمان لمجموع القرض المكتتب به، ويطلق على هذه السندات، السندات الرهينة وهي تصدر إما بموجب نص في نظام الشركة وإما بقرار من الجمعية العمومية للمساهمين.

4- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:**<sup>3</sup> تصدر الشركة السندات مع إعطاء الحق للحملة بتحويل هذه السندات أي أسهم ويرد النص على هذا الحق عادة في نظام الشركة كما يرد في شروط القرض نفسه، أي عند إصدار السندات مع ذكر الأسس التي يتم بموجبها التحويل ومهلتها، يؤدي إلى زيادة رأس المال ولذلك يجب أن تتبع في شأنه الإجراءات المقدرة في القانون لزيادة رأس المال.

<sup>1</sup> - د عبد الكريم أحمد قندوز - الأسواق المالية - سلسلة كتيبات تعريفية العدد 21 - صندوق النقد العربي 2021 ص 23  
<sup>2</sup> - خليل المندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، طرابلس، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2002، ص.ص.43.44.  
<sup>3</sup> - خليل المندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، المرجع السابق، ص 41

- 5- **السندات القابلة لاستدعاء:** وهي سندات تعطي للجهة المصدرة للسند الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم الشركة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتماداً على سعر الفائدة السائد في السوق.
- 6- **السندات ذات العائد الصفري:** هذا النوع من السندات لا يمنح للمستثمر فوائد دورية وإنما يحصل على فوائد عند تاريخ استحقاق أو عند بيع السند وتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي يشتري بها المستثمر السند والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند.
- 7- **السندات ذات معدل فائدة متحرك:** يتم فيه تعديل معدل الربح بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم يجعل الفائدة المحصل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.
- 8- **السندات الرديئة:** وهي تلك السندات التي يرتفع مقدار المخاطر المرتبطة بها بالعائد المحقق.<sup>1</sup>

### ثالثاً: المنتجات المالية المستحدثة (المشتقات المالية)

تعد المشتقات المالية التي ظهرت في الأسواق المالية إحدى ثمرات ما يعرف باسم الهندسة المالية، أي تصميم وابتكار الأدوات المالية، وتطوير القائم منها. وقد استمدت المشتقات المالية هذا الاسم لكون قيمتها مشتقة من شيء آخر، أي أنها ليست ذات قيمة سوقية في الأصل، والذي يميز المشتقات المالية هنا أنها ليست جزء مما اشتقت هي منه على نحو مشتقات المعادن والألبان، بل هي أن صح التعبير التزامات ينشأها المتعاقدان على أشياء لها قيمة سوقية كسلع محددة ذات سعر وتاريخ تسليم محددين حق شراء هذه السلع بسعر ما في السوق أي أنه يلتزم اتجاه من يشتري هذا الحق منه ببيع السلع إليه وفق ذلك السعر وأجل التسليم.<sup>2</sup>

### المبحث الثالث: المتدخلون و آليات التعامل في سوق الأوراق المالية و كفاءتها

لكي تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، فإن السوق تتركز على مجموعة من المتدخلين الذين يسمح لهم في المشاركة لتحقيق هذا التمويل " المتعاملون، لجان، الوسطاء " فمن خلال التسيير الجيد و تحسين المعاملات داخل سوق الأوراق المالية يرتقي السوق إلى ما يعرف بالسوق الكفاء لتعكس أسعار الأدوات توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و كذا المخاطر المتوقعة.

<sup>1</sup> - خليل المندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.ص44.

<sup>2</sup> - عبد العظيم ابو زيد -التحليل الفقهي و المقاصدي للمشتقات المالية -مجلة جامعة الملك عبد العزيز -الاقتصاد الإسلامي 2014-ص 2

## المطلب الأول: الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية

## أولاً: لجان-هيئات- تنظيم و مراقبة سوق الأوراق المالية

نظراً للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور الاقتصاد في أي دولة، أصبح من الضروري العمل على تنظيم العمليات التي تتم على مستوى هذه السوق وحمايتها، فضلاً على ضمان استمرارية وانضباط عملياتها، وهذا من خلال سن ووضع قوانين وتنظيمات وإجراءات تسهر على سلامة العمليات على مستوى سوق الأوراق المالية والأصول المالية المتداولة فيها، ووضع قوانين التفتيش والرقابة، حيث تختص بتطبيق هذه الإجراءات والقوانين هيئات تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والتي تعمل على ضمان حسن سير نشاط سوق الأوراق المالية وتحدد شروط الانضمام إليها، وتختلف هذه الهيئات أو اللجان كل حسب الوظائف التي تقوم بها، ونذكر منها: لجنة البورصة، الجمعيات العامة، هيئة التحكم وفض النزاعات.<sup>1</sup>

## ثانياً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يتدخل في سوق الأوراق المالية عدد من المتعاملين الاقتصاديين، فيؤثرون ويتأثرون بحالة السوق، حيث يقوم الأعدان الاقتصاديون بضمان نشاط السوق ويتم في الوقت ذاته تحقيق الغاية المالية لهم، ويمكن إبراز أهم المتدخلين على النحو التالي:

## 1- الجمهور:

يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.<sup>2</sup>

## 2- الحكومات:

تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة خاصة في أسواق السندات، إذ من المعروف أن إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث مستوى المخاطر. وتلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو تمويل المشاريع التنموية المختلفة، إن هذه الإصدارات قديمة جداً خاصة في بريطانيا التي كانت تجمع الأموال لتمويل التجارة الخارجية والحروب بإصدار سندات توزع على المستثمرين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 45

<sup>2</sup> محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة" الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، الطبعة 2002، ص 13

<sup>3</sup> سراي صالح ن "دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2016/2017، ص 35

**3- بنوك الاستثمار:**

تعمل بنوك الاستثمار أساساً في السوق الأولية للأوراق المالية فهي تساعد الشركات والمؤسسات على ترويج إصداراتها من الأوراق المالية، وتتضمن عملية الترويج ثلاثة عناصر هي توجيه النصح لمصدر الورقة بشأن نوع الأوراق المالية وتوقيت إصدارها، وشراء الأوراق المالية من المقترض، وطرح الأوراق المالية للاكتتاب وبيعها للجمهور وإذا كان حجم الإصدار كبيراً جداً فقد يشترك أكثر من بنك في عملية تصريف الإصدارات في السوق.<sup>1</sup>

**4- صناديق الاستثمار:**

تهدف صناديق الاستثمار إلى تجميع المدخرات من الأفراد في صندوق و تديره شركة ذات خبرة استشارية لقاء عمولة معينة، وقد أنشئت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المستثمرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة، وقد أثبتت التجربة الأمريكية والأوروبية فعالية هاته الصناديق في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة، كما استفادت دول العالم الثالث من هذه التجربة عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار المشتركة.<sup>2</sup>

**5- المستثمرون و التأسيسيون:**

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في السوق المالية في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو السوق المالية، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال في الأجل الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية.<sup>3</sup>

**ثالثاً: الوسطاء الماليون**

يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن وسيط معتمد طبقاً للقانون ، فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق الوسطاء المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق ، والوسيط هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في البورصة وذلك لحساب العملاء ومقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري وهو يعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها"، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006 ، ص 135.

<sup>2</sup> - سراي صالح، مرجع سبق ذكره، ص36.

<sup>3</sup> - محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 19.

<sup>4</sup> - أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية و السوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 59 .

## المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

يعمل سوق الأوراق المالية من خلال العديد من العمليات، والتي تستغل الى التغطية من طرف المستثمرين .

## أولاً: عمليات سوق الأوراق المالية

تتعدد أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية من وجهة الآجال فنجد العمليات العاجلة

والعمليات الآجلة والتي سنفصل فيها من خلال الآتي:

➤ **العمليات العاجلة:**<sup>1</sup>

وتسمى أيضا العمليات الآنية، وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية وبعد تمامها يسلم البائع فيها الأدوات ويسلم المشتري ثمنها حالا، وتكون في أغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر، أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح الجلسة التالية للتداول، ويكون الغرض منها:

- الاحتفاظ بما للحصول على العائد الذي يوزع بشكل دوري والفعل هنا استثمار.
- بغرض إعادة بيعها بمجرد تحرك الأسعار لصالحه والفعل هنا مضاربة.

✓ **نماذج التغطية من خلال العمليات العاجلة:** قد تكون تقوم وفقا عملية من العمليات التالية:

- الشراء بكامل الثمن
- الشراء بجزء من الثمن
- البيع على المكشوف

➤ **العمليات الآجلة :**

وهي عقد بيع، يؤجل فيه الثمن والمثمن الى أجل معلوم يسمى يوم التصفية أو التسوية، ويلتزم كل من المشتري والبائع على تصفيتهما في تاريخ مقبل معين يجري فيه التسليم والتسلم، ماعدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها.

فهي عبارة عن التزام بشراء أو بيع مقدار متفق عليه من أداة مالية في تاريخ محدد مستقبلا، ويكون الغرض منها:

- المضاربة : وهي تتبع حركة الأسعار فإذا كانت لصالحه باع وأخذ ربحا
- الاحتياط: وهي من أجل حماية نفسه من انخفاض أوراق مالية يملكها.

<sup>1</sup>- خليل الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 51

- الموازنة (المراجعة): والمقصود بها اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما في سوقين مختلفين، وذلك بشرائها من سوق وبيعها في سوق آخر محققا ربحا من جراء اختلاف الأسعار.

✓ نماذج التغطية من خلال العمليات العاجلة: تتعدد وتختلف حسب نوع العملية الى :

- العمليات الباتة القطعية

- العمليات الآجلة الشرطية

ثانيا :أوامر سوق الأوراق المالية

1- أوامر التداول:

وهي الأوامر الصادرة من المتعاملين الى وسطائهم وهي على أنواع :

✓ أنواع الأوامر من حيث السعر أو عدمه: وطريقة تحديده هي كالتالي:

● الأمر محدد السعر

● الأمر السوقي

● الأمر بسعر الفتح أو بسعر القفل

● أوامر الإيقاف

● الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي

✓ أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر: وهي على نوعين:

● الأمر المؤقت

● الأمر المفتوح المدة

✓ أنواع الأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر:

● الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فورا

● الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله

● الأمر ببيع أو الشراء أوراق مالية معينة بشرط معلق

● الأمر المطلق

## المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتبر كفاءة الأسواق المالية من أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، لأن ذلك يعد حافزا للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، ودخول مستثمرين جدد، ومنه تحقيق أهداف السوق، وإن مستوى الكفاءة والفعالية يختلف من سوق لآخر و ذلك راجع إلى أن هناك اختلاف في الإمكانيات المتاحة و المتوفرة.

## أولاً: ماهية الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

## 1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها >> الأسواق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام <<<sup>1</sup>.

وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث نجد (FAMA 1965) يعرفه بـ: >> يكون سوق الأوراق المالية كفؤاً إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدججة فيسعر ذلك الأصل <<<sup>2</sup>.

وعليه يمكن إعطاء تعريف شامل لها حيث يكون سوق الأوراق المالية كفؤاً إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.
- توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالمؤسسات المتداول أدواتها في السوق.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.<sup>3</sup>

## 2- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية، الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

✓ **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين التحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين

<sup>1</sup> - مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة أسواق الأوراق المالية و سبل كفاءتها " ، مجلة الباحث ، العدد7 ، جامعة ورقلة ، 2010 ص 181.

<sup>2</sup> - بطاهر بختة ، براهيمية عمار ، " أثر آليات حوكمة الشركات على تحسين كفاءة الأسواق المالية" الملتقى الوطني حول النظام المالي و إشكاليات تمويل الاقتصاديات النامية يومي 04،05 فيفري 2019 ، جامعة المسيلة.

<sup>3</sup> - مزبود إبراهيم ، بلحياني خديجة ، " اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطائرة RUN test - حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 200-2015" ، مجلة معارف ، العدد 22 ، جوان 2017

مماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:<sup>1</sup>

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت و دون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- عدم وجود عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.<sup>2</sup>

✓ **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه من المتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو أثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.<sup>3</sup>

### 3- خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

يتميز السوق الكفاء بمجموعة من الخصائص أهمها :

- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.<sup>4</sup>

- **كفاءة التشغيل:** فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75

<sup>2</sup> - عبد الله الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها بأسواق المعرفة" المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2006 ص 8-9

<sup>3</sup> - عبد الله الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها بأسواق المعرفة" المرجع السابق، ص 8-9

<sup>4</sup> - بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012/2013، ص 70.

<sup>5</sup> - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 37

- **السيولة:** تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة وتوفر السيولة فرصا أوسع للشراء والبيع مما ييسر زيادة الفرصة

- **كفاءة الأسعار:** أي أن سعر الورقة المالية بناء على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات.<sup>1</sup>

الاستثمارية وكذا إتاحة فرصه أكبر للاختيار أمام البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو المؤسسات.

- **عدالة السوق:** يقصد بها إتاحة السوق فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات وهذا يؤدي إلى زيادة الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية والمساعدة على التخصيص الأمثل للموارد.<sup>2</sup>

### ثانيا : مستويات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الكفاءة مفهوما نسبيا وليس مطلقا لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي:

● **المستوى الضعيف للكفاءة :** يعني هذا المستوى أنه لا يمكن التنبؤ بالأسعار على أساس التحركات الماضية أي انه لا توجد أنماط معروفة مسبقا.<sup>3</sup>

● **المستوى شبه القوي للكفاءة:** وتعني أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم عليها تلك المعلومات. سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو الظروف الصناعة أو المنشأة. بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.<sup>4</sup>

● **المستوى القوي للكفاءة:** وتعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات الحالية والتاريخية و الخاصة سواء المعلنة أو غير المعلنة، و ذلك على سبيل المثال إذا ما قامت إحدى شركات الاستشارة المالية بتحليل عميق للشركة فإن محتويات التقرير لا بد أن تنعكس على أسعار الأسهم حتى قبل إعلان التقرير.<sup>5</sup>

### ثالثا: متطلبات سوق الأوراق المالية الكفاء<sup>6</sup>:

إن وضع سوق مالي كفو يتوقف على توفر المواصفات التالية:

أ- **عمق السوق:** يفترض هذا الشرط وجود عدد كافي من المتدخلين، بمعنى وجود عدد كبير من المشتريين والبائعين وإلا تصبح السوق المالية غير تنافسية و غير محفزة على الاستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 38.

<sup>2</sup> إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية، 2000، ص 110

<sup>3</sup> - د غربي هشام، د عبد اللاوي عقبة، "اللاعقلانية الرشيدة و أثرها على كفاءة الأسواق المالية"، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، جامعة الوادي، العدد التاسع، ص 10.

<sup>4</sup> - أ. نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد الثامن، صص 94،95

<sup>5</sup> نبيل خليل طه سمور ، مرجع سبق ذكره ، ص 38.

<sup>6</sup> - عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003، ص 266.

- ب- تنوع الأدوات المالية المتداولة: حيث يمكن من خلالها تلبية احتياجات المستثمرين الماليين، الحريصين على تقليص المخاطر ورفع وظيفاتهم إلى حد أقصى.
- ت- السيولة: يهدف شرط السيولة إلى ضمان فعالية سير السوق المالية ويتم تحقيقها عن طريق سهولة الدخول إلى السوق المالية، وكذا الخروج منها دون مضايقات أو أية حواجز.
- ث- الشفافية: تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى فاعلية نظامها الإعلامي الاقتصادي عامة وعلى نظام المعلومات الخاصة بهذا النوع من الأسواق، فإن نظام الإعلام الاقتصادي الفعال يفرض أن تكون المعلومات الخاصة بالاستثمار و يحيطه دققة وبكمية وافرة، ويمكن الحصول عليها دون تمييز بين المتدخلين في السوق المالية.

## خلاصة الفصل

مما لا شك فيه أن الأسواق المالية مرت بعدة مراحل تاريخية عبر العصور لتكون أحد الأدوات الدافعة لتقدم النمو الاقتصادي، فالأسواق المالية تحقق التكافؤ بين قوى العرض وقوى الطلب، وتساهم في تحقيق التلاقي بين وحدات ذات العجز المالي ووحدات ذات الفائض المالي.

وما يمكن استنتاجه من خلال عرض هذا الفصل:

- تعد سوق الأوراق المالية القناة الأكثر أهمية في سوق المالي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهداف المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق الكفاءة للموارد المالية المتاحة لديهم.

- تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما السوق الأولي " الإصدار " والسوق الثانوي " التداول "، ومن خلال هذان القسمين يتم إصدار الأوراق المالية " أسهم، سندات " ثم تداولها في السوق، هذا ما يعني انتقال الملكية بين المستثمرين وهم أصحاب الفائض المالي والبائعين أصحاب العجز، كما يوجد أدوات مالية مستحدثة تعرف بـ " المشتقات المالية ".

- تمثل الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية " الأسهم، السندات " مصدرا من مصادر التمويل الذي تلجأ إليه مختلف شركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية لسد الاحتياجات المالية الكبيرة.

# الفصل الثاني

## سوق الأوراق المالية الإسلامية

- المبحث الأول: المقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية
- المبحث الثاني: السندات و البدائل الشرعية لها
- المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد:

لم يعرف الاقتصاد المعاصر سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكلها الحالي إلا منذ مدة زمنية قصيرة، و ذلك إذا ما قارننا بالأسواق المالية أو غيرها من الأسواق العامة حتى الإسلامية منها، كما أن العرب أو المسلمين لم يعرفوا هذا النوع من الأسواق في حياتهم الماضية، نظرا لبساطة المعاملات الاقتصادية آنذاك.

فبالأسواق المالية الإسلامية هي المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي و الوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات اتصال فعالة، و يكون التعامل فيها من خلال إصدار أدوات مالية إسلامية المتداولة فيها كألسهم و السندات، مع مراعاة ضوابط و قواعد التعامل و التداول الشرعية في المعاملات المالية، و من اجل التحوط من المخاطر جاءت الصكوك الإسلامية كأدوات بديلة للسندات الربوية حيث تقوم أساسا على مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية، و من هنا يبرز دور الهندسة المالية الإسلامية في استحداث أدوات مالية جديدة.

و سوف نتطرق في هذا الفصل إلى المقومات الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، السندات و البدائل الشرعية لها، وأخيرا الهندسة المالية الإسلامية

- **المبحث الأول:** المقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية
- **المبحث الثاني:** السندات و البدائل الشرعية لها
- **المبحث الثالث:** الهندسة المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

### المبحث الأول: مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية

أسواق الأوراق المالية الإسلامية رغم حداثةها وعدم معرفة الفقه الإسلامي قديماً بما بصورتها الحالية إلى أنها تعتبر ركيزة من ركائز الاقتصاد الآن إذا لا بد للمسلمين اليوم الولوج إلى هذه السوق بل وإنشاء أسواق على الطريقة الإسلامية وعملاً لهذا كثرت الدراسات حولها لتحديد أطرها وتبيان أسسها وما يجب أن تكون عليه ونسعى من خلال هذا الفصل لتبيان نظم العمل فيها وفق الشريعة الإسلامية.

### المطلب الأول: نشأة ومفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

#### أولاً: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية

إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية ظهرت منذ حوالي عقدين من الزمن ولعل أول من طرح هذه الفكرة هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 ميلادي حيث اقترح جداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجعة وذلك لمعلوماتية الربح في هذه الصيغ واقترح فكره إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصه في تمويل المراجعة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والإرباح المستحقة وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني لفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986 م والذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال ، ثم توالى التطورات عن النحو التالي<sup>1</sup>:

✓ 05 / 01 / 1987 تجسيد الفكرة بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية.

✓ 28 / 06 / 1987 إنشاء شركة الأمين للأوراق المالية وإصدار منتجاتها سنة 1988 .

ثم تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس المال الإسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملية للسوق الأولية التي أنشأتها البنوك الإسلامية عن طريق إصداراتها.

ومن بين المؤتمرات التي عقدت في سبيل تحقيق هذا الهدف.

- المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي - دبي - سنة 1406 هـ 1985 م

- المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية - اسطنبول - سنة 1407 هـ 1986 م. - ندوة خطة الاستثمار في

البنوك الإسلامية - عمان الأردن - سنة 1407 هـ 1987 م.

ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر - القاهرة - سنة 1409 هـ 1988 م.

<sup>1</sup> - مشري فريدة، عتروس صبرينة ، " السوق المالية الإسلامية - المفهوم و الأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية البحرين "مجلة الاجتهاد القضائي ، العدد 11 ، جامعة بسكرة ، ص 90 . 91

- تأسيس سوق ماليه إسلاميه عالميه 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 وكانت البحرين أول المصدرين للأوراق المالية الإسلامية.<sup>1</sup>

### ثانيا: تعريف السوق المالية الإسلامية

هناك عدة تعاريف تخص السوق المالية الإسلامية من أبرزها:

>> الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز وذلك بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية، ويكون ذلك على شكل أوراق وأدوات مالية، وينظم السوق قوانين وأنظمة و تعليمات وأعراف وتقاليد ملتزمة بالشريعة، بهدف حماية حقوق جميع الأطراف وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين <<.<sup>2</sup>

وأيضا >> الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو الأشخاص

الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات استثمارية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي <<.<sup>3</sup>

من خلال هذين التعريفين يمكننا أن نقول: "أن السوق المالية الإسلامية هي السوق المالية التي يتم التعامل فيها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية".

<sup>1</sup> - مشري فريدة ، عتروس صبرينة، المرجع السابق، ص 90 .91

<sup>2</sup> - البخيت محمد زياد سلامة، " السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية " مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع ، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الكويت ، 15-16 ديسمبر 2010، ص 6.7

<sup>3</sup> - جودة نادية، " الأسواق المالية الإسلامية " المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية بعنوان الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية و المعايير الدولية ، يومي 16-17 أوت 2017، قسم المصارف الإسلامية ، كلية الشريعة ، الجامعة الأردنية ، عمان ، الأردن ، ص 8.9.

### ثالثاً: خصائص السوق المالية الإسلامية

هناك عدة خصائص تميز السوق المالية الإسلامية عن الأسواق المالية التقليدية<sup>1</sup>

#### ● خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية:

تعد هذه الخاصية من أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر..... الخ، كما أنها 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 عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات بينما تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.

#### ● خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية:

تتميز السوق المالية الإسلامية عن غيرها من الأسواق التقليدية بوجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية الإسلامية، وشرياتها وصمام أمانها الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه.

#### ● الاهتمام بالسوقين الأولية و الثانوية بشكل متوازن:

تضم السوق المالية الإسلامية ضمن مكوناتها الأساسية سوقين مهمين، سوق أولي وسوق ثانوي، والسوق الأولي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنها سوق تباع وتشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأول مرة، أما السوق الثانوي فهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها.

فالسوق المالية الإسلامية تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل مكافئ وتعتبر أن معيار كفاءة السوق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات، ولا تركز على حجم التداول القائم على كم موجود أصلاً في الأدوات المالية باعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - ناصر المهدي، بوزمارن وسيلة، "تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية" مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 1، 2017، جامعة الجليلاني بونعامه، خميس مليانة، ص 43.

<sup>2</sup> - ناصر المهدي، بوزمارن وسيلة، المرجع السابق، ص 43.

## المطلب الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

### أولاً: مفهوم الأدوات المالية الإسلامية

تعرف بأنها أوراق وسندات مشروعة مصممة أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم ويتم التداول والتعامل بها في الأوراق المالية.

### ثانياً: خصائص الأدوات المالية الإسلامية

من أهم خصائص السوق المالية الإسلامية ما يلي<sup>1</sup>:

- إنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعتبر مجالا لعمليات المضاربة، وبسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة، والتي تفرض عبثاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية و المعاملات، بينما تفرض عبثاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدوافع الاستثمار.
- إنها سوق لا تكون أدوات الدين هي الغالب في تعاملاتها، وإنما تشجع وتخفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.
- إنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم التداول على كم موجود أصلاً في الأدوات المالية، باعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.<sup>2</sup>

### ثالثاً: أنواع الأدوات المالية الإسلامية

- 1- **الصكوك**: عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتساب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

<sup>1</sup> - عبد القادر خداوي مصطفى، بنزيرة احمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل و إمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفية الإسلامية نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009 ، ص 5.4

<sup>2</sup> - عبد القادر خداوي مصطفى، بنزيرة احمد، المرجع السابق ، ص ص 4.5

كما يعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر عقد شرعي وتؤخذ أحكامه.<sup>1</sup>

## 2- المشتقات المالية الإسلامية:

- أ. الخيارات: من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديل عن عقود الخيارات.
- الخيارات في إطار الوعد: إصدار وعد ملزم مالك الموجودات بالبيع أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء دون تخصيص مقابل للوعد.
  - الخيار في إطار خيار الشرط: إبرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لأحد العاقدين أو لكلاهما خلال مدة معلومة وخيار الشرط غير قابل للتداول.
  - الخيار في إطار بيع العربون: إبرام العقد على الموجودات معينة يمكن بيعها مع دفع جزء من الثمن عربوناً على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة نظير استحقاق البائع مبلغ العربون في حالة استحقاق البائع مبلغ العربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ.

## ب. المستقبلات و العقود الآجلة:

- المستقبلات في إطار عقد الاستصناع: وهو العقد الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والبيع في مجلس العقد وخاصة في الحالات التي يكون محل الاستصناع مرتفع القيمة بحيث يمكن المشتري القيام بتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لآجال معينة كما يشترط أن السلعة موصوفة وصفاً دقيقاً على أن يتم التسليم في زمن معلومة وبكيفية معلومة.
- بيع السلم: يعتبر السلم و السلف معنى واحد وهو بيع بعاجل وهو الذي يتم بموجبه تعجيل دفع الثمن من قبل المشتري (البنك) وتقديمه إلى البائع (المسلم إليه) الذي يلتزم بدوره بتسليم بضاعة معينة مضبوطة بصفات محددة إلى اجل معلوم.

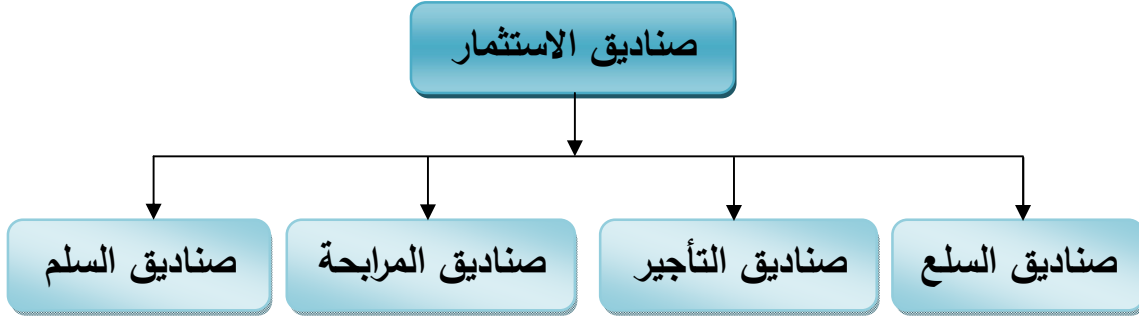
- البيع الآجل: هو بيع يتم فيه تسليم المثلثم وتأخير الثمن.

## ج. صناديق الاستثمار الإسلامية:

- تعريفها: هي وسيلة من وسائل تعبئة الموارد من السوق و توجيهها لمجالات استثمارية معينة و تمثل هذه الصناديق أوعية استثمارية جذابة بما تقدمه من مزايا للمستثمرين.

<sup>1</sup> - عبد القادر خداوي مصطفى، بنزيرة احمد، مرجع سبق ذكره، ص 7

## الشكل رقم: (02) أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبات

المطلب الثالث: مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية و الضوابط الشرعية للمعاملات فيه

أولاً: مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية<sup>1</sup>

- **المكان:** ليس من الضروري وجود مكان بل وكما قد عرفنا بأن السوق المالي هو مجال أو إطار حيث نجد أن المكان ليس بالشئ الضروري الذي يقوم عليه السوق المال الإسلامي، حيث أنه يمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق المجالات الالكترونية (الشبكات) وهو ما جاء جوازه في قرار رقم 52 (6/3) للدورة السادسة لمجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية.
- **الزمان:** وكما أن عدم وجوب ثبات وحدة المكان فإنه كذلك بالنسبة لوحدة الزمان حيث أنه تتم الصفقة عندي أنا في الجزائر على الساعة السابعة صباحاً مع سعودي في بلده على الساعة التاسعة صباحاً هذا من حيث التوقيت إما من حيث الوقت فإن ثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة.
- **السلع و الخدمات:** و هي الأدوات المالية محل التعامل في هذا السوق حيث تمكن رجال الفقه و الاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام.
- **أدوات القياس:** وتختلف هنا أدوات القياس عن الموازين و المكاييل، فإن لمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية و المقصود بها ما هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة؟ فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقاً من قانون الطلب و العرض.

<sup>1</sup> - مناصرة أشرف، دور البنوك الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال الإسلامية - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا- ، رسالة ماجستير أكاديمي، قسم العلوم الاقتصادية ، تخصص: مالية و بنوك، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، سنة: 2012-2013، ص 66

- **البائعون و المبتاعون:** و نضيف لهم هنا الوسيط و هو حلقة الوصل بين الجائعون و المبتاعون و يجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية: الإيمانية و الأخلاقية و السلوكية في كل الأمور كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات، أو التدليس أو المقامرة و غيرها مما هو من المعاملات المحرمة التي تقتضي ضوابط السوق المالي الإسلامي عنها.
- **القائمون على السوق:** في السوق و لكي يكون هناك رقابة من الناحية التنظيمية و الشرعية لا بد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة فتعطي بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية و لها مهام رقابية من الناحية التنظيمية و الشرعية، فتراقب الأدوات المالية المستعملة في السوق من حيث الضوابط الشرعية و من حيث تسعيرها و الصفقات القائمة في السوق، و تراقب التنظيم المبني عليه السوق من سماسة و بائعون و مبتاعون حيث تضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع و الزواجر(الثواب و العقاب) حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.<sup>1</sup>

#### ثانيا: الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية

نظرا لطبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية وما يشوبها من الحرام والشبهات في أحيان أخرى جاءت سوق الأوراق المالية الإسلامية بضوابط و قواعد مستمد من أحكام الشريعة الإسلامية التي ضبطت المعاملات بأحكام وقواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين وللاقتصاد عامة.

والمقصود بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية الإسلامية هي الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية، والتي تحكم المعاملات في هذه الأسواق وغيرها، أما المقصود بمصادر الشريعة الإسلامية هي القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة ورأي جمهور الفقهاء<sup>2</sup> واجتهادهم في المسائل الحديثة في العصر، ويمكن ذكر بعض الضوابط الشرعية للمعاملات في الأسواق المالية الإسلامية كما يلي:

- عدم التعامل في الأوراق المالية غير الإسلامية كالسندات، وصكوك التمويل، وحصص التأسيس وما في حكمها، أو الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا، أو إنتاج المحرمات، أو المتاجرة بها.<sup>3</sup>
- الصدق في التعامل وتقديم البيانات الصحيحة لأن الصدق فضيلة وخلق إسلامي أمر به كافة المسلمين، وقد وضع النبي (صلى الله عليه وسلم) جزاء الصدق والصادقين فقال في ذلك: >> البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كذبا وكتما محقق بركة بيعهما <<<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - مناصرة أشرف، مرجع السابق، ص 67

<sup>2</sup> - عصام أبو نصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص 11

<sup>3</sup> - أشرف محمد دوايه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلامة، الإسكندرية، ص 114.

<sup>4</sup> - الحديث أخرجه البخاري في كتاب البيوع، باب ما يحق الكذب و الكتمان في البيع (صحيح البخاري مع فتح الباري)، المجلد 4، الحديث 2082

- تجنب التعامل بالربا التي نهي عنها سبحانه وتعالى وحذر منها أشد تحذير في كتابه العظيم، وكذلك نهي عنها النبي (صلى الله عليه وسلم) وجاءت حرمة الربا نظرا لما فيها من الظلم والاستغلال، ولما ينتج عنها من أضرار اقتصادية واجتماعية عديدة.<sup>1</sup>
- تجنب بيع النجش وهو أن يزيد الرجل في ثمن السلعة دون أن يرغب في اشتراها وإنما ليضلل المشتري الحقيقي عن سعرها الحقيقي وهذا غش وخداع في المعاملات.<sup>2</sup>
- إن الغاية لا تبرر الوسيلة، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة، ولهذا فالإسلام يرفض جمع المال عن طريق حرام وان تم إنفاقه في الخيرات والطاعات والرسول (صلى الله عليه وسلم) يقول: << ولا يقبل الله إلا طيبا >>
- الوفاء بالعهود والعقود إذ انه من مقتضيات حسن التعامل، عرفا و شرعا، الوفاء بالعهود والعقود والمواعيد والوفاء بالديون في موعدها المتفق عليه وعدم المماطلة في السداد وذلك لقوله تعالى: << يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أَحَلَّتْ لَكُمْ بِحِيمَةَ الْأَنْعَمِ إِلَّا مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرَ مَحْلَى الصِّيدِ وَأَنْتُمْ حَرَمٌ إِنْ اللَّهُ يَحْكُمَ مَا يُرِيدُ >><sup>3</sup>
- كما أن أهم المبادئ أو الضوابط الشرعية للمعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية أو غيرها، هو مبدأ الإباحة الأصلية، فالشريعة قررت في قواعدها و ضوابطها الفقهية القاعدة الشرعية التي نصت على أن: " الأصل في البيوع الإباحة " المنبثقة من الأصل العام "الأصل في الأشياء الإباحة " وهذا في كل شيء، وكذلك الأمر بالنسبة للمعاملات والعقود المستجدة في عصرنا فهي مقبولة شرعا ما لم تتعارض مع دليل شرعي من المصادر الأصلية أو لم يتطرق لها فقهاء الأمة من قبل وكان مما اقتضته مصالح الناس عامة ولم يشمل على مفسدة راجحة.<sup>4</sup>

### المبحث الثاني: السندات وبدائل الشرعية لها

إن التعامل بالسندات يعد من الصور المعاصرة التي انتشر التعامل بها من خلال المؤسسات المالية والشركات، وكذلك بيان البدائل الشرعية المنضبطة بقواعد الشرع الإسلامي، التي لا بد من تفعيل العمل بها، حتى يعيش الناس ضمن المنهج الإسلامي في تعاملهم المالي والاقتصادي.

<sup>1</sup> - محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006، ص 11

<sup>2</sup> - محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص 25

<sup>3</sup> - سورة المائدة، الآية رقم 1.

<sup>4</sup> - محمد عمر الجاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مداخلة في مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية، تحت عنوان : الواقع تحديات المستقبل، 20- 21 مارس 2004، صنعاء، ص 6

المطلب الأول: السندات (مفهومها وخصائصها)

أولاً: مفهوم السندات

1- **السندُ لُغَةً:** السند يطلق على انضمام الشيء إلى شيء آخر، وجمعه سندات، و يأتي بمعنى الاعتماد على الشيء، يقال: استندت إلى الشيء، أي اعتمدت عليه.<sup>1</sup>  
و في الزمن الحاضر أصبح السند علماً على نوع معين من الأوراق المالية.

- **السندات في الاصطلاح:**

عند البحث في المصنفات التي بحثت موضوع السندات، استطاع الباحث - بعون الله تعالى - الوقوف على عدد من التعريفات، وهي:

**أولاً:** عرف عبد العزيز الخياط السندات بأنها: صكوك قابلة للتداول والتي تصدرها الشركات، أو المؤسسات، ويمثل الصك قرضاً طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب..<sup>2</sup>

**ثانياً:** وعرف الجبالي السند : بأنه قرض للشركة قدم له عن طريق الاكتتاب العام فهو دين عليها، ومقابل هذا الدين يتقاضى حامله فائدة ثابتة محددة سلفاً أو نسبة مئوية من الأرباح سواء أرباحت الشركة أم خسرت.<sup>3</sup>

**ثالثاً :** عرف البرواري السند بأنه : صك قابل للتداول و يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، و حقه في الحصول على الفوائد المستحقة و اقتضاء دينه في الوقت المحدد لانتهاء مدة القرض.<sup>4</sup>

**السند:** هو صك مديونية يمثل جزءاً من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن عالقة ذاتية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له ( المدين ) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقرض بأن يسدد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، كما يدفع له أيضا فائدة دورية ثابتة أو متغيرة لترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر.<sup>5</sup>

السند يمثل جزءاً من قرض، والمقرض قد يكون الدولة أو شركة مساهمة فتوجد لدينا سندات حكومية و سندات شركات المساهمة، و حامل السند يعتبر مقرضاً و يستحق فائدة ثابتة سنوياً مقابل استثمار أمواله في شكل سندات، و السند عادة يكون ورقة مالية طويلة الأجل.<sup>6</sup>

وفي الأخير يمكننا أن نقول بأن السند عبارة عن قرض يثبت في ذمة الشركة، بحيث تتعهد، أي: الشركة بتسديده في المواعيد المحددة مع الفوائد المترتبة عليه، وهذا ما يسمى في عرف القانون التجاري بإطفاء السندات.

<sup>1</sup> - بن منظور، محمد بن مكرم، لسان العرب، ط3، ج3، مكتبة الرشد، الرياض، 1994، ص 222

<sup>2</sup> - الخياط، عبدالعزيز، بحث الأسهم والسندات، نشر دار السلام، القاهرة، 1989، ص 50

<sup>3</sup> - الجبالي، محمود علي، الأسواق المالية في الإسلام، دار الفكر، بيروت، لبنان، 1991، ص 109

<sup>4</sup> - البرواري، شعبان إسلام، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار الفكر المعاصر، 2010، ص: 128.

<sup>5</sup> - محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي" - دراسة تحليلية نقدية-، 2005، ص132

<sup>6</sup> - محمود أمين زويل "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية، مصر، طبعة 2004، ص44

### ثانياً: خصائص السندات

- تشارك معظم السندات مع بعضها في بعض الخصائص الأساسية المشتركة بينهم بما في ذلك:
- **القيمة الاسمية:** هي مبلغ المال الذي يستحقه السند عند فترة استحقاقه، وهو أيضاً المبلغ المرجعي الذي يستخدمه مصدر السندات عند حساب مدفوعات الفائدة.
- **معدل القسيمة:** هو معدل الفائدة الذي يدفعه مصدر السندات على القيمة الاسمية للسند، معبرا عنه كنسبة مئوية.
- **تواريخ القسائم:** هي التواريخ التي يقوم فيها مصدر السندات بدفع فوائد. الفترات النموذجية تكون قسيمة سنوية أو نصف سنوية.
- **تاريخ الاستحقاق:** هو التاريخ الذي ستستحق فيه السندات، وسوف يدفع مصدر السند لصاحب السندات القيمة الاسمية للسند.
- **سعر الإصدار:** هو السعر الذي يقوم عنده المصدر الأساسي ببيع السندات.
- السندات قابلة للتداول، كالأسهام بطريقة القيد، أو التسليم.
- إن السندات لها أجل لاستيفاء قيمتها، و الأجل قد يكون طويلاً أو قصيراً أو متوسطاً.
- يعطي السند لحامله حقين أساسيين، حق الحصول على فائدة ثابتة، و حق استرداد قيمة سنده وذلك في أجل الاستحقاق، بالإضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن تجاه المدين، و ذلك وفقاً للأحكام القانونية<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أنواع السندات وحكم التعامل بها

#### أولاً: أنواع السندات

تصنف السندات إلى أنواع عديدة، وذلك بحسب الاعتبارات الآتية:<sup>2</sup>

- 1- أنواع السندات باعتبار الجهة المصدرة: تنقسم السندات باعتبار مصدرها إلى نوعين رئيسيين هما:
  - أ- **سندات الحكومية (Bonds Government):** هي صكوك متساوية القيمة تصدرها وتضمينها الحكومة، وتكون معدلات فوائدها ثابتة عادة، تطرح للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية، وإما أن تكون دائمة أو مستهلكة. وتصدر السندات الحكومية إما لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو للتمويل الحربي، أو لمواجهة عجز في الموازنة العامة، أو لمحاربة التضخم. وتمتاز هذه السندات بخلوها من المخاطر لضمان الدولة لها، كما تتمتاز بسيولة عالية، وكذا إعفائها من الضرائب. .

<sup>1</sup> - بيرواري، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 129.

<sup>2</sup> - أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعالج مخاطرها"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2005، ص 55

ومن أمثلة **السندات الحكومية**: سندات الدولة، سندات الهيئات الدولية، سندات المؤسسات الحكومية، سندات البلدية، سندات الخزينة، شهادات الخزينة، سندات حكومية بعملات أجنبية، شهادات الاستثمار بمجموعاتها الثالثة أ، ب، ج.

**ب-سندات خاصة (سندات الشركات):** هي سندات تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات التجارية

والصناعية والخدمية، بهدف تمويل مشاريعها، وتكون بمعدلات فائدة أكبر من تلك الخاصة بالسندات الحكومية، وذلك الارتفاع درجة مخاطرتها<sup>1</sup>

## 2- أنواع السندات باعتبار تاريخ الوفاء بقيمتها

تنقسم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى:

أ. **السندات ذات تاريخ وفاء محدد:** وهي السندات التي ينص عقد إصدارها على التزام مصدرها بالوفاء بقيمتها الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد. **السندات التسلسلية:** وهي سندات ينص عقد إصدارها على إلزامية الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي، وتسدد هذه السندات بأحد الأسلوبين:<sup>2</sup>

- تسديد عدد من السندات سنويا، يتم اختيارها عن طريق السحب بالقرعة.
- تسديد جزء من قيمة كل سند سنويا، إلى غاية الوفاء بالقيمة الإجمالية للسندات عند تاريخ الاستحقاق.
- ج. **السندات القابلة للاستدعاء (Bonds Callable):** ينص عقد إصدار هذه السندات على حق الجهة المصدرة لها في إعادة شراء كل السندات المصدرة أو جزء منها في أي وقت تراه مناسبا لها، على أن يكون سعر الشراء أكبر من القيمة الاسمية للسند، والفرق يسمى علاوة الاستدعاء (Call Premium).
- د. **السندات القابلة للتحويل (Bonds Convertible):** هي سندات تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة (أسهم عادية أو ممتازة أو سندات أو إلى أي منها)، بشروط محددة وفي خلال فترة زمنية معينة مسبقا في عقد الإصدار.

<sup>1</sup> - أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص 55

<sup>2</sup> - حمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة-أسهم، سندات، أوراق مالية-"، دار الحامد، عمان، ط 2006، ص 87

### 3- أنواع السندات باعتبار العائد:

تنقسم السندات من حيث العائد الذي يحصل عليه حاملها إلى:

- أ. **سندات بمعدل فائدة ثابت (Bonds Rate Fixed):** وهي السندات التقليدية، حيث يستق لها فائدة ثابتة على القيمة الاسمية للسند بغض النظر عن نتيجة نشاط الشركة.
- ب. **سندات بمعدل فائدة متغير (Bonds Rate Floating):** هي سندات يحصل حاملها على فوائد متغيرة حسب تغيرات معدل الفائدة السوقي، حيث يعاد النظر في معدل فائدة هذه السندات كل ستة شهور.
- ج. **السندات ذات الكوبون الصفر (Bonds Coupon Zero)<sup>1</sup>:** تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد صاحبها كامل القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند وبين قيمته الاسمية أو سعر البيع في حالة بيعه في السوق.
- د. **سندات الدخل (Bonds Income):** هي سندات لا يحق لحاملها المطالبة بالفائدة في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، غير أنه قد ينص في عقد الإصدار على حق حامل السند في الحصول على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنوات لاحقة.
- هـ. **السندات المشاركة (Bonds Participating):** هي سندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد دورية، إضافة إلى المشاركة في جزء من أرباح الشركة لما تبلغ حد معين.
- و. **سندات ذات النصيب:** إضافة للفائدة الدورية التي يحصل عليها صاحب هذه السندات، فإنه قد يحصل على جائزة أو مكافأة مالية معينة عند دخول سنده في اليانصيب، وإجراء عملية القرعة.

### 4- أنواع السندات باعتبار الضمان:

تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:<sup>2</sup>

- أ- **السندات المضمونة (Bonds Guaranteed or Secured):** وهي السندات التي يتقرر لصاحبها حق أو امتياز معين كأن تكون هذه السندات مضمونة بأصل من أصول الشركة (عقار، معدات، أوراق مالية...)، أو تكون مضمونة من طرف الحكومة أو مؤسسة مالية تضمن الوفاء بقيمة السند وفوائده المستحقة.
- ب- **السندات غير المضمونة (السندات العادية):** لا تكون هذه السندات مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، والى من أي ضامن آخر، ولكن الضمان الوحيد لحاملها هو سمعة الشركة من حيث قوة مركزها المالي وقدرتها الإرادية.

<sup>1</sup> - حمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، المرجع السابق، ص 88

<sup>2</sup> - شرف محمد دواية، "دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" دار السالم، القاهرة، ط2006، ص1، ص98

5- أنواع أخرى من السندات: بالإضافة إلى كل الأنواع -سابقة الذكر- من السندات توجد أنواع أخرى منها:

أ- سندات اسمية وسندات لحاملها: وينطبق عليها كل ما قلناه عن الأسهم الاسمية والأسهم لحامله.

ب- السندات الرديئة (Bonds Junk): استحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس مال شركتهم، وذلك عن طريق إصدار سندات تستخدم حصيلتها لشراء جزءا كبيرا من أسهم الشركة المتداولة في السوق.

ج- السندات المرتبطة بمؤشر (المستقرة): هي سندات يربط معدل فائدتها، أو المبلغ الأصلي، أو الاثنان معا بتغيرات مؤشر معين (مستوى المعيشة، مستوى أسعار التجزئة، مستوى أسعار الجملة، معدل التضخم...) وذلك للحفاظ على القوة الشرائية لقيمة السند.

د. السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات (O.S.B.O): هي سندات تسمح لحاملها بالاكتتاب في سندات مماثلة وخلال فترة محددة وبسعر محدد مسبقا في عقد الإصدار، حيث يرفق كل سند قديم بقسيمة يمكن استبدالها بسند جديد بعد مرور الفترة المحددة في عقد الإصدار، وتسجيل هذه التقسيمات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة، وذلك بعد الانتهاء من الإصدار الأولي.

### ثانيا: حكم التعامل بالسندات

1- السند: صك قابل للتداول، تصدره الحكومات أو الشركات عندما تستدين من الناس، وتدفع بموجبه فائدة لمن أقرضها، مع بقاء رأس المال كاملاً، وصاحب السند يأخذ عليه فائدة معينة ثابتة كل سنة مثلاً، وهذا هو الربا المحرم، بل قد جمع أنواع الربا الثلاثة: ربا الفضل.. وربي النسيئة.. وربي القرض. فهو في أصله قرض جر نفعاً، وهذا هو ربا القروض. وبناءً على ذلك:

تحرم جميع السندات مهما اختلفت مسمياتها، ما دامت سندات يلتزم المصدر له بموجبه أن يدفع لحامله القيمة الاسمية كاملة، مع فائدة ربوية متفق عليها.

قال الله تعالى: { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ } [130] وَاتَّقُوا النَّارَ الَّتِي أُعِدَّتْ لِلْكَافِرِينَ [131] وَأَطِيعُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ لَعَلَّكُمْ تُرْحَمُونَ [132] { [آل عمران: 130-132] ..

2- حكم التعامل بالسندات<sup>1</sup>: السندات سلع ربوية محرمة، لا يجوز بيعها.. ولا شراؤها.. ولا المضاربة فيها.. ولا رهنها.. ولا وقفها.. ولا الوصية بها؛ وذلك لاشتغالها على عقد ربوي محرم جر نفعاً وهو الفائدة، ولا زكاة فيها؛ لأنها كسب خبيث، لكن تجب الزكاة في أصل الدين بدون الفائدة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة، ص 219، الخياط، عبد العزيز (د.ت) الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، المعهد العربي، ج 2، ص 227

<sup>2</sup> - محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 227

وعن مجمع الفقه الإسلامي والذي عقد في جدة سنة 1410 هـ - 1990 م والذي خرج بالقرارات الآتية<sup>1</sup> :

- 1- إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع الفائدة المقررة تعتبر محرمة شرعا من حيث الإصدار، أو التداول أو الشراء ، لأنها قروض ربوية.
- 2- تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع، أو زيادة النسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.

ومن المعلوم شرعا أن كل قرض جرا نفعاً، فهو محرمة، وذلك لقوله صلى الله عليه وسلم: " كل قرض جرا نفعاً فهو ربا ". بما أن السندات تقوم على هذا الأساس من اشتراط الفائدة و النفع لصاحبها ، فهي بناء على ذلك محرمة ، وأي معاملة تخالف الضوابط الشرعية ، وتصدم مع قواعد الشريعة الثابتة بنصوص القرآن والسنة ، فان تلك المعاملة تعد باطلة شرعا ، ويحرم التعامل بها، وهذا ما ينطبق على السندات ذات الفوائد الربوية المحرمة ، والتي تتعامل بها بعض المؤسسات المالية ، والتي من أجل تحقيق أهدافها وغايتها الربحية لاتبالي بطبيعة تلك السندات ، من حيث الحل أو الحرمة في التعامل الاقتصادي والاستثماري من خلالها ، لأنها كما ذكرت لا هم لها إلا جمع الأرباح المالية بغض النظر عن مدى شرعية هذه المصادر ومن المعلوم أن التعامل الربوي أدى إلى تدمير كثير من الأمم والشعوب والأفراد ، والتعامل بالسندات تعد صورة من صور التعامل الربوي وذلك بسبب الفوائد المحددة المقدار التي يتقاضها الدائن بغض النظر عن المشاريع التي تم تمويلها ربحاً أم خسرت ، ومن هنا جاء الحكم بحرمة التعامل بالسندات وفتح الباب أمام البدائل الشرعية ، من أجل الابتعاد عن التعامل الربوي المحرم، ومن جانب آخر فان التعامل بهذه البدائل يعود بالخير الذي يعم نفعه أبناء الأمة<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: الصكوك كبدايل شرعية عن السندات

تعد الصكوك الإسلامية مصدرا تمويليا خاضعا لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية وبديلا عن السندات المقترنة بالفوائد، وسيتم من خلال هذا المطلب تعريف الصكوك الإسلامية، وأهم أنواعها ، والفرق بين الصكوك المالية الإسلامية والسندات.

#### أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

حتى يتم الإحاطة جيدا بمفهوم الصكوك الإسلامية لابد من الإشارة إلى تعريفها من الناحية اللغوية والاصطلاحية كما يلي :

- لغة: جمع صك، و هو وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه، أي وثيقة تثبت حقا في ملك (ملحم).

<sup>1</sup> - قاسم محمد حزم الحمود، حكم التعامل بالسندات و البدائل الشرعية لها- دراسة فقهية معاصرة- مجلة العلوم و البحوث الإسلامية، volume 17(1)، 2016، ص 10.

<sup>2</sup> - قاسم محمد حزم الحمود، المرجع السابق، ص ص 10، 11.

- اصطلاحاً: هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.<sup>1</sup>
- وعرفت الصكوك الإسلامية بأنها: إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان، منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان المنافع و الديون) قائماً فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، و تصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه.<sup>2</sup>
- من خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها: أوراق مالية تخضع لضوابط و أحكام الشريعة الإسلامية وتمثل حصصاً شائعة في ملكية مشروع أو نشاط وتميز بخصائص معينة، ومن أنواعها: صكوك المشاركة، المضاربة... وبالتالي فالصكوك الإسلامية تعتبر البديل الشرعي لسندات القرض المحرمة وغيرها من الأوراق المالية التي لا تخلو من المخالفات الشرعية في مختلف المراحل والجوانب المتعلقة بالتعامل.<sup>3</sup>
- ويتم استعمال مصطلح الصكوك الإسلامية بدلا من السندات الإسلامية و ذلك لكون مصطلح الصكوك يستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصة بالاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما التوريق أو التسييد فيستخدم للأوراق المالية الخاصة بالاستثمار التقليدي الذي يرتبط بالفوائد الربوية.<sup>4</sup>
- ثانياً: أنواع الصكوك المالية الإسلامية<sup>5</sup>**
- هناك عدة أنواع للصكوك الإسلامية ولقد حددتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأربعة عشر نوعاً من الصكوك التي تتوافق وضوابط الشريعة الإسلامية وفي مايلي سنذكر أهمها وهي :
- 1- **صكوك الإجارة** : يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية ، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب و بدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإيجار حتى تاريخ تصفية المشروع، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في: صكوك ملكية الموجودات (الأعيان ) و ملكية المنافع و ملكية الخدمات.
  - 2- **صكوك السلم**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس المال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
  - 3- **صكوك الاستصناع** : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك .

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية 1431 هـ - 2010 م، مطبعة الشريعة الإسلامية، البحرين، ص 238

<sup>2</sup> - الطيب بولحية، عبد الغني مخلوق، مساهمة مجلس التعاون لدول الخليج العربية في إصدار الصكوك الإسلامية محلياً و عالمياً، مجلة التنمية و الاستشراف للبحوث و الدراسات ، المجلد 05، العدد: 02- ديسمبر 2020، ص 3.

<sup>3</sup> - الطيب بولحية، عبد الغني مخلوق، مرجع سابق، ص 3

<sup>4</sup> - نفس المرجع السابق، ص 3

<sup>5</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي عمان- الأردن، ص 3.4.

- 4- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق لما حدده العقد<sup>1</sup>.
- 5- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد .
- 6- **صكوك المغرسة :** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغرسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.
- 7- **صكوك الوكالة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة.
- 8- **صكوك المرابحة :** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك
- 9- **صكوك المضاربة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية
- 10- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط ، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>2</sup>.
- ثالثا: الفرق بين الصكوك و السندات**

سنميز بين الصكوك و السندات من خلال أوجه الشبه و الاختلاف فيما بينهما:

- 1- **أوجه الشبه:** تشارك الصكوك و السندات في النقاط التالية:
- ✓ تصنيف كل من الصكوك و السندات ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر و بالذات استقرار كبير، كونهما مضمونتان أو مدومتان بأصول مما يجعلهما ذوات جاذبية لأولئك الذين يريدون استثمار أموالهم لأجل طويل<sup>3</sup>.
  - ✓ تتفق الصكوك و السندات أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل مختلف الجهات الحكومية كانت أو شركات خاصة، كما تتحكمان في حجم السيولة النقدية المتداولة، فهما يلعبان دورا في استقرار الوضع

<sup>1</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زد، نفس المرجع السابق ، ص ص 4.3

<sup>2</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زد، نفس المرجع السابق، ص ص 3.4

<sup>3</sup> - صفية أحمد ابوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009، ص 14

الاقتصادي، كما أنهما المدة الزمنية محددة ، عند انتهاء الفترة المعلن عليها و الغرض الذي نشأه لأجله باستردادها أو إطفائها.<sup>1</sup>

2- أوجه الاختلاف: تختلف الصكوك عن السندات في ما يلي:

- ✓ من بين أهم الفروقات كون السندات أوراق مالية محرمة، و الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلية على أساس عقد ضرعي وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي.
  - ✓ الصك يمثل حصة معلومة في ملكية أصول مشروع استثماري، فحق صاحب الصك، عيني مرتبط بأصول المشروع أو الشركة، بينما السند يمثل دينا في ذمة مصدره (جهة الإصدار).<sup>2</sup>
  - ✓ إيراد الصكوك ليست بفوائد على القيمة الاسمية لها، بل هي متأتية من عوائد النشاط الاستثماري لأصول الصكوك، أو الإيراد من الأصول التي يملكونها، في حين السندات حق دين نقدي، يحصل حامها على فائدة مدفوعة مسبقا أو عند انتهاء اجله.
  - ✓ و لكي نميز بين الصكوك التي هي أوراق مالية مبنية على أصول حقيقية، و بين أنواع السندات، التي تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن و ضمان هو أصول الشركة، ففي هذه الحالة الصكوك تصدر وفق أصول حقيقية في حين السندات المدعومة بالأصول، حق حاملها متعلق بذمة المصدر، و الأصول عبارة عن ضمان و رهن لحامل السند، و هنا يبرز الفرق جليا في إنشاء كل من الورقتين المالييتين.
- سنحاول تلخيص الاختلاف بين الصكوك و السندات فيما يلي:

<sup>1</sup> - بن عمر يوسف، تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية "دراسة اثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة للأسواق الأوراق المالية) ماليزيا و البحرين و الامارات و السعودية) خلال الفترة: ( 2001-2013)"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و علوم تجارية، شعبة، علوم المالية و المحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة - 2013/2014، ص 7.

<sup>2</sup> - فؤاد محمد أحمد محسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم ف ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص 18.

الجدول رقم (01): الفرق بين الصكوك و السندات

النوع	الصكوك	السندات
الطبيعة	- ليس دنيا على المصدر، و إنما حصة ملكية غير مجزئة في الملكيات المحددة، المدعومة بالموجودات أو القائمة بها أو المشاريع التجارية	-دين على المصدر
المبلغ الأصلي و العائد	-غير مضمونين من قبل المصدر	-مضمونان من قبل المصدر
الأوراق المالية	-ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعنية أو المشاريع، بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية	-السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن، ضمان التزامات الديون، و شهادات صندوق الأمانة
المطلوبات	-ملكية المطلوبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية	-مطالبة الدائنين على كيان الافتراض و المتميزات في بعض الحالات على الموجودات
الموجودات	-حد ادنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	-غير مطلوب
الغرض	-يجب إصدارها لأغراض التمويل التفقه مع أحكام الشريعة	-يمكن إصدارها لأي غرض
التداول في الأوراق المالية	-لبيع في الملكية الخاصة في الموجودات و المشاريع	-أداة بيع الدين
قابلية التداول	-يعتمد على طبيعة الأصول	-قابل للتداول
مسؤولية المالكين	-المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة	-مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر
مصدر العوائد	-العائد من استثمار الاصول	-سعر الفائدة
درجة المخاطرة	-يعتمد على طبيعة الأصول	-منخفضة
المدة	-مؤقتة	-مؤقتة

المصدر: من إعداد الطالبات بالاستعانة بما ذكرناه من أوجه الشبه والاختلاف

## المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية

تشكل الهندسة المالية مصدر من مصادر الإبداع تحتاج إليها المؤسسات المالية الإسلامية على اختلافها، ومن أجل تلبية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للزبائن يتطلب إيجاد العديد من المنتجات المالية.

## المطلب الأول: مفهوم و نشأة و خصائص الهندسة المالية الإسلامية

## أولاً: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة<sup>1</sup>، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي .

تعرف الهندسة المالية الإسلامية هي ابتكار وتطوير أدوات واليات تمويلية في إطار الضوابط الشرعية.<sup>2</sup>

وبالنظر إلى التعريفات السابقة للهندسة المالية الإسلامية يتضح أنها تشمل على الأمور التالية :

- 1- ابتكار أدوات مالية جديدة
- 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة
- 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع
- 4- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافق للشرع مع الابتعاد أكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية ، من ما سيميزها بالمصادقية الشرعية.<sup>3</sup>

## ثانياً: نشأة الهندسة المالية الإسلامية

ظهرت الهندسة المالية الإسلامية منذ أكثر من 1400 سنة، أي مع مجيء الشريعة الإسلامية بالإحكام الشرعية، حيث دعت هذه الأخيرة إلى الإبداع والابتكار لحل المشاكل المالية وإشباع الحاجات الاقتصادية للمسلمين، لكن في إطار القواعد والضوابط الشرعية، و دليل ذلك توجيه رسول الله صلى الله عليه وسلم لذلك الرجل الذي استعمله على خيبر عندما جاؤوا بتمر جنيب، قال لها رسولا الله صلى الله عليه وسلم: ((أكل تمر خيبر هكذا؟)) فقال الرجل: لا والله يا رسول الله إنما لناخذ الصاع من هذا بالصاعين بالثلاثة، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم ((لا تفعل، بع الجمع بالدرهم، ثم ابتع بالدرهم جنيناً)) رواه البخاري ومسلم

<sup>1</sup> - أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 6

<sup>2</sup> - د. مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية، الطبعة الأولى، 1436-2015م، ص 30

<sup>3</sup> - د. عبد الله بن حمد السكاكر، الهندسة المالية الإسلامية و ضبطها بالتعليل بالحكمة، مجلة، العدد الثلاثون، الجزء الأول، قسم الفقه في كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية بجامعة القصيم، المملكة العربية السعودية، ص 108

في هذا الحديث نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم الرجل عن فعل الربا، ثم أرشده إلى الحلال، حيث أمره ببيع التمر الرديء بالدرهم ثم شراء التمر الجيد بتلك الدراهم فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما العكس حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتحديد.<sup>1</sup>

### ثالثا: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية:

#### ● المصادقية الشرعية<sup>2</sup>:

وتعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع في أكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وان متوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي التفريق بين ما هو جائز شرعا وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية فالهندسة المالية الإسلامية تطمح إلى منتجات واليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نمودجيا بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك والسبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان ، وظروف الأفراد تتباين وقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نمودجا للاقتصاد الإسلامي ، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيرا عن الإسلام.

#### ● الكفاءة الاقتصادية:<sup>3</sup>

والمقصود بالكفاءة الاقتصادية أن تحقق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية، فيطلب مع تسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة، والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل قدر ممكن من الالتزامات و القيود. وهاتان الميزتان ليستا منعزلتين عن بعضهما البعض، بل مترابطتين، والهندسة المالية الإسلامية تطمح إلى منتج نمودجي بمقياس العصر الحاضر، وليس كل ما هو نمودجي في عصر مضى يكون نمودجيا في عصرنا الحاضر، فينبغي اختيار أكف النماذج الاقتصادية لعصرنا مع الحفاظ على مصادقية الشرعية.

<sup>1</sup> - عبد الكريم قنديل، الهندسة المالية الإسلامية، في مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 2، 2007، ص 20

<sup>2</sup> - قروف، محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي و رنانات المستقبل، 2011، ص 12، 13

<sup>3</sup> - د. مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية : دراسة تأصيلية تطبيقية، الطبعة الأولى، 1436 هـ-2015 م، ص ص 39.40

رابعاً: أهداف الهندسة المالية الإسلامية

- 1- تتفق أهداف الهندسة المالية الإسلامية مع أهداف الهندسة المالية التقليدية في كل شي سواء أنا حلولها وابتكاراتها يشترط فيها أن تكون مضبوطة بالضوابط الشرعية
- 2- كما أنا أهداف الهندسة المالية الإسلامية مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية المنافسة في سوق هائل يغلب عليه عدم الالتزام بالضوابط الشرعية.
- 3- ومن أهدافها مساعدة المسلمين على الالتزام بشريعة الله تعالى بإيجاد حلول وابتكارات منضبطة يتحقق لهم بها القيام بمطلبهم الاقتصادية مع الالتزام بشريعة ربهم في وقت واحد.
- 4- ومن أهدافها إبراز محاسن الاقتصاد الإسلامي الملتزم، و قدرته على إيجاد الحلول العملية لمشاكل العالم الاقتصادية.
- 5- إن الهندسة المالية الإسلامية متى قدمت البدائل الشرعية للمعاملات المالية المحرمة وقامت الأنظمة الإسلامية بتطبيقها، والالتزام بها فستكون من أعظم الأسباب لحماية اقتصاديتها من التأثير بالأزمات الاقتصادية الخائفة المتتابة.
- 6- إن إبراز الهندسة المالية الإسلامية للنظام الاقتصادي الإسلامي الرباني يشكل دعوة عظيمة لهذا الدين بسموه وشموله وعلاجه لمشاكل العالم الاقتصادية، وتكون الدعوة به أعظم حين يبرز في أوقات الأزمات الاقتصادية، وحين يبحث العالم عن منقذ فلا يجده إلا في هذا الدين الكامل.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للهندسة المالية الإسلامية

الإسلام دين شامل لكل جوانب الحياة و منها الناحية الاقتصادية، و في إطار الجانب الاقتصادي يهتم الإسلام بالنظام المالي و النقدي. و قد جاء الإسلام بنظام مالي و نقدي متكامل في نطاقه و أهدافه و مؤسساته، و قواعد العمل فيه و أسلوب تطوره. و تحتل الأسواق في الإسلام مكانة لا تقف عند حدودها كمؤسسة، بل ذهب الإسلام إلى أبعد من ذلك، فقد وضع قواعد السلوك في هذا السوق، لذلك كان لا بد لهذه الهندسة أن يكون لها ضوابط خاصة بها تتمثل بما يلي<sup>1</sup>:

- تحريم الربا أخذاً و عطاءً بأنواعه الثلاثة: ربا الفضل و النسيئة و ربا الديون.
- تحريم الميسر و القمار و أكل أموال الناس بالباطل.
- التسيير و رفع الحرج: أي بدون مشقة، و في مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة، حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحاً أمام العباد و جعل الأصل فيها إباحة، و لم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل.

<sup>1</sup> - السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، اربد، الأردن: دار الكتاب الفخاني، 1428 هـ ، 2008 م ، ص 9

- تحريم الغرر بما في ذلك الجهالة و الغبن و التدليس.
  - القيم الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية: يقوم الاقتصاد في الإسلام على العقود الشرعية الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ و القيم الأخلاقية.<sup>1</sup>
  - تحريم بيع ما لا يملك.
  - العمل على تحقيق الاستثمار الحقيقي و تحريم الاستثمار الوهمي حيث تقوم العقود الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة و الاستثمار الحقيقي.
  - التوازن فيطلب وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، و يجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط فالمسلمون عند شروطهم، و موجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة و رغبتها في قطع الطريق على النزاع و الخصومة.<sup>2</sup>
- إن هذه الضوابط تؤكد على تطبيق المصادقية الشرعية، وهي أن تكون المنتجات والتصاميم المالية الإسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يؤدي إلى ثقة وقناعة العملاء بالمنتجات المالية الإسلامية، وأن تحظى بالقبول العام.

### المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تتعدد المنتجات التمويلية وأخرى مشتقة ومركبة، إضافة إلى التصكيك

#### أولاً: المنتجات المستحدثة:

من المنتجات المالية المستحدثة التي اقترحت لتكون بديلاً عن التقليدية نجد:

- 1- **المنتجات التمويلية:** هناك العديد من الطرق تستعين بها المؤسسات المالية للحصول على سيولة مالية منها:
  - **منتج التورق البنكي:** التورق البنكي هو آلية تمويلية يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي لشراء سلعة من هذا الأخير بالأجل، على أن يقوم ببيعها حالاً لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية إليه للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل<sup>3</sup>
  - **الإجارة الموصوفة في الذمة:** هي عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها وصفاً لا يجعل مجالاً للنزاع، سواء كان محلها منفعة عليه كإيجار سيارة موصوفة، أو منفعة عمل كالخياطة والتعليم، ولا يشترط فيها أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون قادراً على تملكها للتنفيذ.

<sup>1</sup> - البعلي، عبد الحميد محمود، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية الإسلامية، اللجنة الاستشارية العليا للعمل على استكمال أحكام الشريعة الإسلامية، الكويت، ط 1، 2006 م، ص 29.

<sup>2</sup> - جاسر محمد عمر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية، الواقع... وتحديات المستقبل، في الفترة 20-21-2010، ص 7.

<sup>3</sup> - عثمان غلام، صالح سنوساي، دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، دراسات-العدد الاقتصادي- المجلد 08، العدد 02، مارس 2017، جامعة الإغواط، ص 120.

● **شهادة الإيداع القابلة للتداول:** تعتبر أوراق مالية، تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديه ، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حمله رب المال والمصرف مضاربا ، وتعطى الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها ، كما تعطيه الحق في بيعها من اجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة الاستحقاق .

2- **المنتجات المالية المشتقة:** هناك أدوات مالية مشتقة اقترحت أن تكون بديلا للمشتقات التقليدية وهي :

- **الخيارات :** من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا عن العقود الخيارات نجد :
- **الخيارات في إطار الواعد :** إصدار واعد ملزم من مالك الموجودات بالبيع ، أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء دون تخصيص مقابل للواعد ، وهذا الواعد غير قابل للتداول.<sup>1</sup>
- **الخيارات في إطار خيار شرط:** إبرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار الإثبات حق الفسخ إلى أحد العاقدين أو كليهما خلال مدة معلومة، وخيار الشرط غير قابل للتداول.
- **الخيارات في إطار بيع العربون:** إبرام العقد على موجودات معينة يمكن بيعها مع دفع جزء من الثمن عربونا على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة نظير استحقاق البائع مبلغ العربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ، ولا يمكن تداول الحق الثابت بالعربون.
- **المستقبليات والعقود الآجلة:** منهم أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا عن العقود المستقبلية والآجلة نجد:

● **المستقبليات في إطار عقد الاستصناع:** يعد العقد المستقبلي عقد ملزم قانونا يتم إجراءه في قاعة التداول لبورصة المستقبلية لبيع شراء سلعة أو أي أداة مالية في زمن لاحق في المستقبل. يتم تنميته تبعا لكمية ونوعية موضوعه مع ذكر تاريخ ومكان التسليم، أما السعر هو العنصر الوحيد المتغير يتم معرفته في قاعة التداول.<sup>2</sup> وتم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد، وخاصة في الحالات التي يكون محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بالتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لأجل معينة، وكما يشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفا دقيقا على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة.<sup>3</sup>

● **العقود الآجلة في إطار البيع المؤجلة:** من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا عن العقود الآجلة نجد:

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 1431 هـ - 2010 م، مطبعة الشريعة الإسلامية، البحرين، 2010، ص 287.  
<sup>2</sup> - نفس المرجع اعلاه، ص ص 286.287.  
<sup>3</sup> - نفس المرجع السابق، ص 101.

✓ **بيع السلم:** يعتبر السلم والسلف بمعنى واحد وهو بيع آجل بعاجل، هو نوع البيع يتم بوجبه تعجيل دفع الثمن من قبل المشتري (البنك) وتقديمه إلى البائع (المسلم إليه)، الذي يلتزم بدوره بتسليم بضاعة (المسلم فيه) معينه مضبوطة بصفات محددة إلى أجل معلوم.<sup>1</sup>

✓ **البيع الآجل:** هو بيع يتم فيه تسليم المثلن وتأخير الثمن، وعادة ما يكون هذا البيع بسعر أعلى من السعر الحالي، لأن يقول البائع للمشتري هذه السلعة ثمنها مئة دينار إذا دفعته حالياً، ومئة وعشرون دينار إذ دفعته بعد شهرين أو ثلاثة.

3- **المنتجات المركبات:** هي منتجات تحتوي على صيغتين من صيغ التموين والاستثمار الموافقة لشرع الإسلامي وهي:

● **بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة:** يقوم هذا النموذج عن طريق إعادة هندسة بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة، كأن يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط لفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم البنك ذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة البنك في حساب المشاركة، بعد ذلك يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته، ويتولى البنك متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية، وأما عن الأرباح التي تجني توزع بين التاجر والبنك حسب الاتفاق.

● **المغارسة المشتركة:** يمكن للبنوك تطبيق صيغة المغارسة بشرائها أراضي بأموالها الخاصة ثم منحها لمن يغرسها على سبيل المغارسة، بعد أن يأخذ العامل نصيبه من الأرض والشجر في نهاية العقد، ويمنح البنك نصيبه من الأرض والشجر للعامل على سبيل المساقاة، كما يمكن للبنك الإسلامي القيام بدور العامل، إذ يقوم بتعمير الأرض لأصحابها على سبيل المغارسة، وذلك باستخدام إجراء يوفر لهم البنك التمويل اللازم، وبعد تملكه الأراضي والشجر يطبق عليها المساقاة.<sup>2</sup>

● **المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة:** تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك البنك الإسلامي لأرض صالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين، على أن يقرن هذا البيع بعقد إيجاره على العمل في الجزء الباقي من الأرض ويكون الأجر جزء من الشجر والثمر.

● **صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة<sup>3</sup>:** هي نوع مبتكر من الصكوك الإسلامية، وهي جمع بين الصك كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، ويمكن تعريف هذه الصكوك على أنها عقد بيع منافع مستقبلية بثلن حال، أو هي سلم في المنافع سواء كانت منافع أعيان أو منافع أعمال، أو هي إجارة الذمة، لأن المنفعة المستوفاة

<sup>1</sup> - عثمان علام، صالح سنوساي، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

<sup>2</sup> - عثمان علام، صالح سنوساي، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

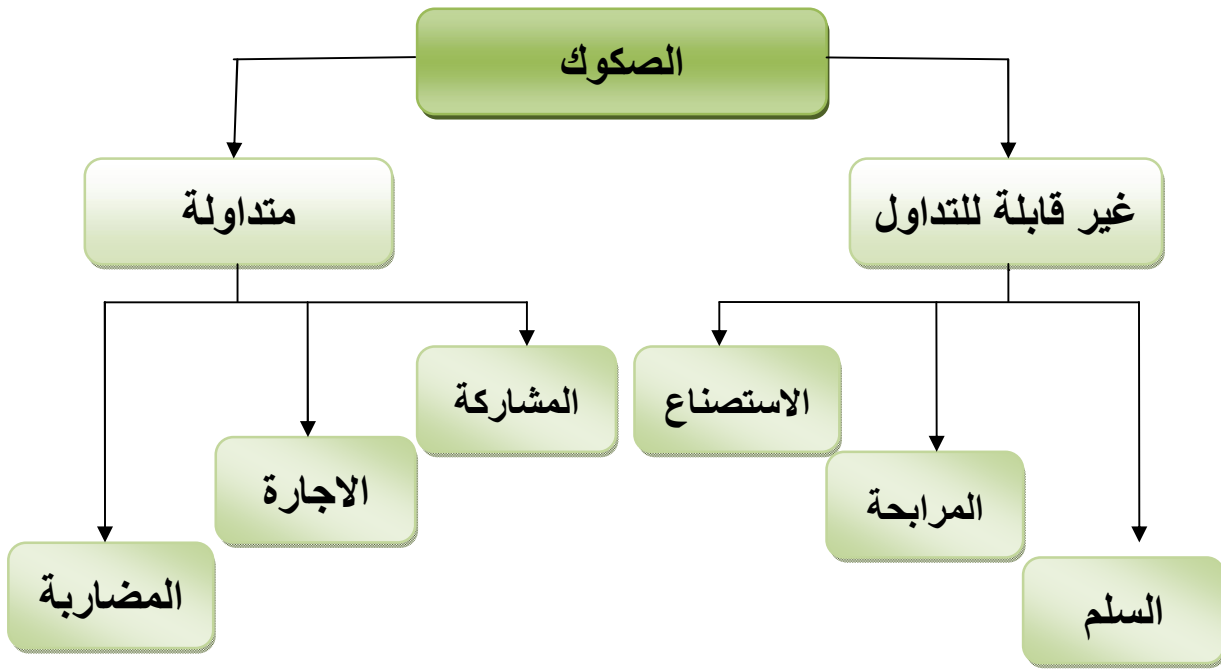
<sup>3</sup> - احمد محمد محمود نصار، ضوابط الاجارة المصروفة في الذمة و تطبيقاتها في تمويل الخدمات في المؤسسات المالية الاسلامية، ملتقى في ندوة البركة الثلاثون للاقتصاد الاسلامي، المجلس السنة للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2009، ص 4.

متعلقة بذمة المؤجر وليست متعينة، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة لأن المنفعة فيها يضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات وهي تتعلق بذمتها.

### ثانياً: التصكيك الإسلامي<sup>1</sup>

ويقصد بالصكوك الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة، تمثل حصص 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، وعلى الرغم من حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن أشكالها أخذت أنواع مختلفة وذلك وفقاً للغرض الذي أنشأت من أجله، ولهذا يجب حصر جميع أنواع الصكوك، إذا حاولنا من خلال الشكل التالي التطرق إلى أهم الصكوك الإسلامية حسب قابليتها للتداول.

الشكل رقم: (03) أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، سوريا، 2015، ص 439.

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 288.

## خلاصة الفصل

بعد تطرقنا في هذا الفصل لسوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث مقومات قيامها، و آلية عملها و كذلك تكييفها الفقهي للعمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وكذلك الهندسة المالية الإسلامية، يمكننا أن نستخلص ما يلي:

- ✓ الأوراق المالية الإسلامية هي أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ إن الدافع وراء خلق أسواق للأوراق المالية الإسلامية هو المعاملات الاخلاقية المنهي عنها شرعا في أسواق المالية مثل الربا، البيوع الصورية الاحتكار اتفاقيات التلاعب في الأسعار و الأسواق العامة.
- ✓ تعرف سوق الأوراق المالية الإسلامية نفس القوانين و التنظيمات الضابطة للعمل في السوق المالية، و تزيد عن كل ذلك بهيئة الرقابة الشرعية التي لها أهمية كبيرة في تحديد المعاملات و الأوراق المالية الجائز تداولها بها في سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- ✓ إن الهندسة المالية الإسلامية لا تحظى بتعريف خاص بها و إنما هي مثلها مثل الهندسة المالية الوضعية باختلاف مهم هو أن منتجاتها يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

# الفصل الثالث

## قياس الأداء في سوق المال الإسلامي المميز

- المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال في ماليزيا
- المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
- المبحث الثالث: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

## تمهيد:

بعد التطرق في الجانب النظري إلى سوق رأس المال الإسلامي ومختلف مبادئه والمعاملات التي تتم فيه إضافة إلى مختلف الأدوات المتداولة فيه، وكذا سبل تطويره وتنشيطه من خلال ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية التي تعتمد على التصكيك لإنتاج أدوات مالية مختلفة، كمي تؤدي أدوار مختلفة خاصة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، حاولنا في هذا الفصل إسقاط بعض من الدراسة النظرية على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. يلعب سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا دورا كبيرا في تشجيع هذا التطور الحاصل، ولذلك زاد الاهتمام به من قبل الحكومة الماليزية فحاولت تطويره وتنشيطه بمختلف الوسائل.

تعد ماليزيا من أهم الدول في العالم التي تملك نظاما إسلاميا متميزا، وسوقا لرأس المال متطورا، وهذا التطور هو في الحقيقة جزءا من الدورة التنموية التي قامت بها ماليزيا في شتى المجالات. فمن هذا المنطلق يتم توضيح هذه المفاهيم من حيث المباحث التالية:

- **المبحث الأول:** مدخل لسوق الأوراق المالية في ماليزيا
- **المبحث الثاني:** الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
- **المبحث الثالث:** قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

## المبحث الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية في ماليزيا

يعد النظام المالي الماليزي من أشهر وأقوى أنظمة الاقتصاد الإسلامي عبر العالم، وما ساعدا على ذلك العمل الجبار الذي قامت به ماليزيا خاصة من خلال أفكار علمها ورئيسها محمد مهاتير، حيث وبفضل خطته حققت ماليزيا معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي، ومنافس النظام المالي الإسلامي للنظام المالي التقليدي حيث شهدت المالية الإسلامية في ماليزيا تحقيق معدلات نمو جعلها تتبرع على عرش السوق المالية الإسلامية في العالم.

## المطلب الأول: لمحة عن تطور الاقتصاد الماليزي

أولاً: نبذة عن ماليزيا:<sup>1</sup> ماليزيا قطر إسلامي، يقع في جنوب شرق آسيا صغيرة المساحة نسبياً ولا تزيد مساحتها عن 330000 كم، يقطنها 24 مليون نسمة وتتكون من عدة جزر كما هو الحال في أغلب دول جنوب شرق آسيا وتتكون من 13 ولاية، 11 في ماليزيا الغربية و اثنتان في الشرقية. عاصمة ماليزيا كوالالمبور، تقدر مساحتها 229.7 ألف كم مربع، عملتها ريجنت، وديانتها الإسلام، أما فيما يخص نظام الحكم فهو ملكي، ولغتها الملاوية.

-دخول الإسلام إلى ماليزيا:<sup>2</sup> دخل الإسلام إلى ماليزيا عن طريق التجارة بين المسلمين وشبه الجزيرة الملايو، وفي عام 675 هـ أسلم ملك ملقا، إحدى مناطق الملايو وتسمى باسم السلطان محمد شاه، وتبعه رعاياه وخلفه في الحكم ابنه مظفر شاه، وكانت ملقا هي نقطة انطلاق الإسلام إلى باقي الجهات.

## ثانياً: تعريف الاقتصاد الماليزي

يشكل التطور الاقتصادي أحد أبرز النجاحات التي حققها الماليزيون مقارنة بدول العالم الإسلامي و العالم الثالث، فقد تمكنت ماليزيا من تطوير الصناعة بحيث أصبحت المصدر الأول لدخلها متفوقة بذلك على كل دول العالم الإسلامي؛ و نجحت في غضون أربعين عاماً من تحويل المجتمع الماليزي من مجتمع زراعي يعاني الفقر و التخلف إلى مجتمع متحضر تقل فيه نسبة الفقر عن 5.1% و نسبة البطالة عن 3.5%.

و تصدرت ماليزيا عام 2005 العالم الإسلامي في حجم صادراتها و وارداتها، كما نجحت في تنويع مصادر دخلها من الصناعة و السياحة و النفط و الأخشاب و الزراعة.

و قد اتخذ التطور الاقتصادي شكله المنهجي المخطط و الموجه منذ اعتمدت " السياسة الاقتصادية الجديدة "

<sup>1</sup> - بوزمارن وسيلة، د. ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد: 16- المجلد 01-2017، ص 44

<sup>2</sup> - بوزمارن وسيلة، د ناصر المهدي، المرجع السابق، ص 45

والتي غطت الفترة 1971-1990، و تلتها خطة " رؤية 2020" التي تسعى لوضع ماليزيا ضمن مصاف الدول الصناعية المتقدمة بحلول عام 2020.<sup>1</sup>

### ثالثا: مراحل تطور الاقتصاد الماليزي

وتنقسم لمرحلتين:<sup>2</sup>

#### 1- من الاستقلال إلى سنة 1990 :

كان النظام الرأسمالي هو السائد في ماليزيا خلال الفترة الممتدة منذ تاريخ حصولها على الاستقلال عام 1957 إلى نهاية الستينات من القرن الماضي تقريبا، مروراً بقيام اتحاد ماليزيا في عام 1963 و حدوث المشاكل والاضطرابات العرقية في عام 1969 ثم ظهور قوانين السياسة الاقتصادية الجديدة في عام 1970، وانتهاء بإنشاء البنك الإسلامي الماليزي عام 1983 وهذه الفترة يطلق عليها (فترة مفترق الطرق) .

أبرزت المعطيات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في هذه الفترة نوعاً من المؤسسات التعاونية لتقديم خدمات إلى الفئات الفقيرة والمستضعفة التي همشها الاستعمار الإنجليزي وهذه المؤسسات قامت أساساً لخدمة طبقة المسلمين الملاوي الفقراء ، ولقد شجعت الحكومة مثل هذه المؤسسات استغلالها في خططها الاقتصادية ، فهي تريد من وراء ذلك تحقيق العدالة الاجتماعية وتوازن الأعراق في ماليزيا .

#### 2- الخطة الإصلاحية 1990 إلى 2020:

أخذ الاقتصاد الماليزي في استعادة قوة الدفع المعهودة بدءاً من عام 1987 كما مكنت السياسات الإصلاحية، من وضع الاقتصاد الماليزي يمكنه من الاستفادة من التحولات من المنافسة الدولية، والشروع في خطة جديدة بدءاً من 1990 - 2020 في عهد رئيس الوزراء محمد مهاتير. وتعرف هذه الخطة الاستراتيجية 2020، والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا إلى دولة صناعية بحلول عام 2020 ورفع دخل الفرد إلى أربعة أضعاف مستوياته عام 1991.

ولقد شرعت في هذه الخطة الجديدة 1990-2020 بمجرد من انتهائهم من الخطة السابقة 1970-1990 خلال دخولها في منظمة الآسيان التي تهدف إلى تحقيق الحياد الأمن والسلام لشعوب المنطقة، فحققت ماليزيا أهداف الخطة القديمة من ما مهد لها الطريق إلى الهدف الأساسي.

ومن هنا فإن ماليزيا تسعى من خلال هذه الخطة إلى تكثيف النشاط الصناعي على أرضها ففي الستينات كان النمو يركز على الإنتاج الزراعي الذي يمثل 40 % من النتائج، وكان اسهام القطاع الصناعي 10 % من هذا الإنتاج وكانت سلعتين المطاط و القصدير تشكل 70 % من الصادرات وهذا التكثيف في النشاط الصناعي

<sup>1</sup> محمد محسن صالح، النهوض الماليزي- قراءة في الخلفيات و معالم التطور الاقتصادي-، دراسات إستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية، العدد 136، أبو ظبي، الإمارات، 2008، ص 67-68.

<sup>2</sup> حاج إبراهيم عبد الرحمان، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال مذكرة أفكار د/ محمد مهاتير، المركز الجامعي، غرداية ص-ص:6 من 6 إلى 10.

سيقوم باستهلاك كالمواد الخدام التي تنتجها وهذا يعني توفير من فرص العمل الجديدة من أجل تلبية حاجة النشاط الصناعي، وبهذا انخفضت نسبة البطالة إلى 03% وارتفع نصيب الفرد الماليزي من الدخل.

بفضل الخطة التي قامت بها ماليزيا منذ إنشاء الاتحاد في عام 1963، وبانخفاض نسبة الفقراء من 52% في عام 1970 إلى أقل 05% في عام 2002 وهذا الانخفاض في نسبة الفقر خفف الأعباء على ميزانية الدولة وكما يعني أن هناك جاهزية البنية التحتية في ماليزيا لمرحلة جديدة من التنمية والتطور.

#### رابعاً: مقومات نجاح الاقتصاد الماليزي

إن ماليزيا اختارت إستراتيجية ممتازة تعتمد على النشاط الصناعي التصديري الذي أسست له من خلال خطتها السابقة فهو المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي في ماليزيا ومن المقومات التي جعلت من خطتها هذه القابلية للنجاح هي:<sup>1</sup>

1- **تحديد الأهداف بدقة وأحكام:** هو من أهم العناصر لإنجاح أي مشروع فهو يساعد على تركيز الجهود وتوجيهها نحو الأهداف التي ينبغي أن تكون واضحة كذلك بما يمنع الالتباس أو الخطأ في التوجه من جانب المنفذين، مع عدم الزيادة المبالغة صياغة الأهداف لأن ذلك يسبب تشتت الجهود وفي المستقبل.

2- **واقعية الأهداف:** مما جعل التوقعات يرحح وصول ماليزيا إلى أهدافها مع نهاية عام 2020 هو واقعية الأهداف، إذ تضع الحكومة أهدافاً خيالية أو أهداف تفوق قدراتها الذاتية، فوضعت أهدافاً مدروسة بدقة تتناسب مع إنجازات اقتصادية من خلال الخطة السابقة 1970-1990 وهذه الأهداف هي:

- الوصول بماليزيا إلى مصاف الدول الصناعية المتقدمة عام 2020.
- مضاعفة متوسط الدخل للمواطن الماليزي أربع أضعاف قدره عند بداية الخطة. وهذا ليس بالشيء الصعب على ماليزيا إذا علمنا أنها سبق لها وأن حققت مثل ذلك، فقد تطور هذا الدخل تطوراً كبيراً خلال الفترة 1957 حتى 1990 ولقد كانت الظروف الاقتصادية حينئذ أسوأ بكثير مما هي عليه الآن. وتطور هذا الدخل من 140 دولار في عام 1972 إلى 1990 دولار عام 1982، ثم 2790 دولار عام 1992.
- الارتفاع بالنتائج القومي الإجمالي إلى 920 بليون رينجت ماليزي في نهاية الخطة عام 2020.

3- **شمولية الأهداف:** صاغت ماليزيا أهدافاً شاملة لجميع نواحي المجتمع والاقتصاد، فلم تقتصر على جانب دون آخر، إذ أن وصول ماليزيا إلى مصاف الدول المصنعة لا يعني الجانب الاقتصادي أو الصناعي فقط، وإنما يشمل أيضاً نفس مستوى الرعاية الاجتماعية والثقافية التي وصلت إليها هذه الدول إن لم يزد عنها.

4- **القيادة القوية:** كان رابع الأسباب التي يراها المراقبون مرحة لآمال ماليزيا في إنجاز خطتها الاقتصادية 2020 وتحقيق أهدافها هو القيادة القوية، إذ تتميز هذه القيادة بمعالجتها للقضايا معالجة جذرية مع قدرتها على

<sup>1</sup> - حاج ابراهيم عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص 10-11

مواجهة ما قد يحدث من أحداث عرضية. فقد استطاعت هذه القيادة أن تتخطى أزمة 1982 بنجاح، وكذلك أن تحقق الخصخصة و تنفذ برامج تحرير الاقتصاد دون مشاكل تذكر، وهذا ما أهل لأن تكون قادرة على اتخاذ القرارات القوية في إطار تنفيذ الخطة 2020 كذلك.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا

#### أولاً: التطور التاريخي لسوق رأس المال في ماليزيا

بدأ النظام المالي الماليزي بتأسيس البنك المركزي بتاريخ 1959/01/24، وصناعة الأوراق المالية بدأت في أواخر القرن التاسع عشر وذلك بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية . تأسست جمعية سماسرة بورصة سانغفورة المحلية 1930، وهي أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، وفي تاريخ 1960/05/09 تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية.

في سنة 1964 انفصلت سنغافورة رسمياً عن ماليزيا وأسس بورصة مستقلة لها، بتاريخ: 1976/12/14 تم تقسيم الفعلي للبورصة وتم تشكيل بورصة كوالالمبور للأوراق المالية بماليزيا لتداول الأسهم، وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم الذين تأسس في عام 1994، وكذلك سوق المشتقات وسوق السندات.

بغرض تدعيم السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية بسوق رأس المال، تحت رعاية وزير المالية الماليزي بتاريخ: 2001/02/22، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:<sup>2</sup>

- تشجيع إدارة الاستثمار وتوفير بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
  - إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.
  - جعل سوق رأس المال مركزاً للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية.
  - تطوير بيئة حسنة وتنافسية حسنة لخدمات الوساطة.
  - جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
  - جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.
- للوصول للأهداف السابقة انتهجت ماليزيا مراحل للوصول لها نذكرها كالتالي:

<sup>1</sup> - حاج إبراهيم عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 10-11

<sup>2</sup> - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني ، دراسة حالة بورصة ماليزيا ، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD، في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد حيدر بسكرة ، 2014-2015 ، ص 161 . 162

- 2001 إلى 2004: عملت ماليزيا على تقوية الوسطاء ومؤسسات الاستثمار المحلي.
- 2004 إلى 2006: العمل على تعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

- 2006 إلى 2010: الانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية مع تحصين لمؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحق بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.<sup>1</sup>

### ثانياً: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

ينقسم سوق المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام رئيسية:<sup>2</sup>

#### 1- سوق الملكية:

هو السوق الذي تتوفر فيه المنتجات والخدمات التي تتعلق ببيع وشراء أدوات الملكية كالأسهم، ووثائق صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة التقليدية والإسلامية، ولهذا الغرض أنشأت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة سنة 1973، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التالية:

- الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة؛
- المؤشر؛

#### 2- سوق السندات:

هو عبارة عن السوق غير المنظمة ويتم تداول فيها السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويتم ادارة السوق وفق نظام الكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات بنوعيتها التقليدي والإسلامي، خاصة معاملات تداول السندات وتسويقها، ويخضع هذا النظام لرقابة واستشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولاً عن السوق الثانوية للسندات في حين تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية لسوق السندات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مونييه سلطان، المرجع السابق، ص 161 - 162

<sup>2</sup> - بزطوط كنز، بورحلي هاجر، دور الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة حالة ماليزيا (2005-2016)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريش، السنة الجامعية: 2019/2020، ص 45

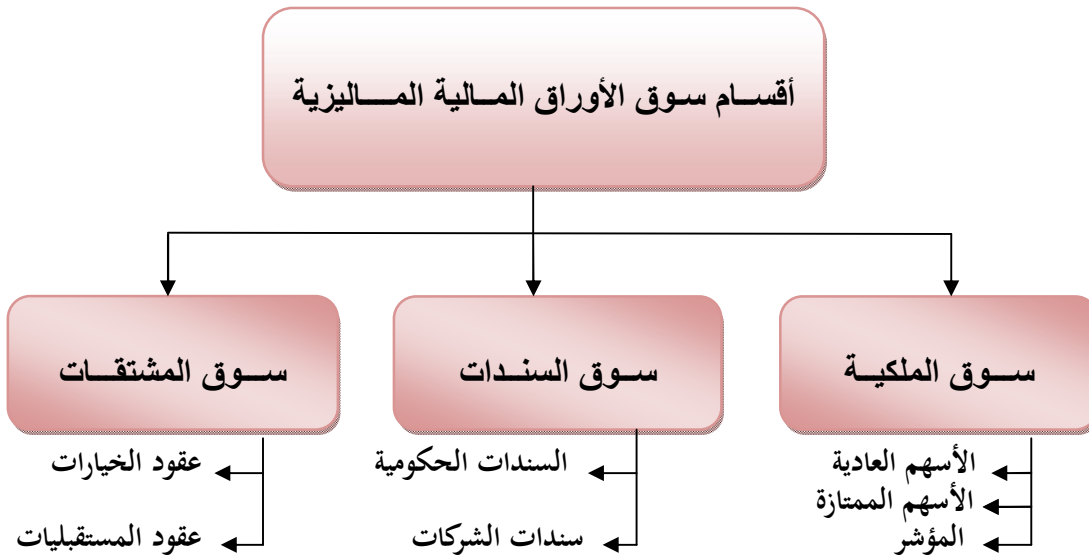
<sup>3</sup> - بزطوط كنز، بورحلي هاجر، المرجع السابق، ص 46

### 3- سوق المشتقات:

لقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، و أول أدوات المشتقات التي تم تداولها هي عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام، التي تعتبر من أنشطة العقود المستقبلية ويستمر التداول بها لغاية الآن في بورصة المشتقات الماليزية.

ويمكن أن يتداول المشتقات في البورصة الماليزية للمشتقات، سواء داخل هذه البورصة أو خارجها، حيث يتم تداول عقود المستقبلات و الخيارات في البورصة أما الأدوات المتداولة خارج البورصة فهي عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة.<sup>1</sup>

### الشكل رقم: ( 4 ) أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية



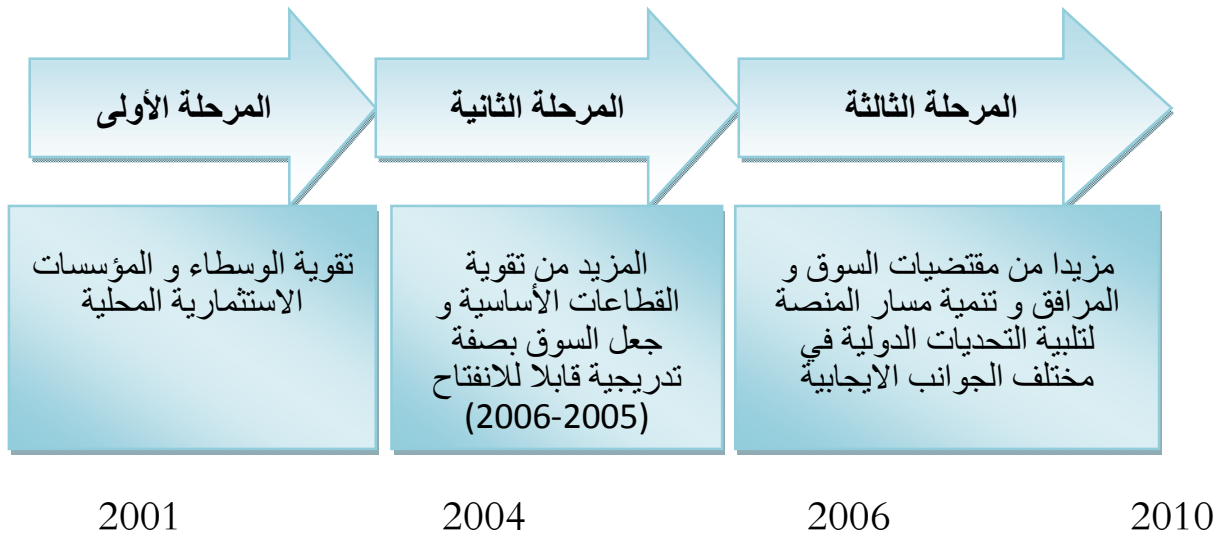
المصدر: من إعداد الطالبات، بالاعتماد على المعطيات السابقة

### ثالثا: خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي

بدأ العمل لتطوير الخطة الإستراتيجية الرئيسة لسوق رأس المال الماليزي في سنة 2001، وتمتد لمدة عشر سنوات حتى 2010 وقد قسمت الى ثلاث مراحل، و قد تضمنت 152 توصية، و من أهم مقترحات التوصية:

<sup>1</sup> - بزطوط كتر، بورجلي هاجر، المرجع سبق ذكره، ص 46

شكل رقم: (5) خطة المشروع لتطوير سوق رأس المال الماليزي



المصدر: محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الرياض، 2008، ص: 12

### المطلب الثالث: نشأة و تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

#### أولا : نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية<sup>1</sup>

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1960 و التي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت إحدى الشركات بإصدار و طرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق و ترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و اتساعه.

لكن بعد ذلك ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لا سيما المستثمرين المسلمين عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية و هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة و المعاملات في هذا السوق بصورة معمقة.

<sup>1</sup> - بوزمارن وسيلة وناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16- المجلد 01-2017، ص 46

و في عام 1999م تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية و أطلق عليه مؤشر الشريعة و ذلك لقياس أداء هذه الأسهم، و تعد هذه التطورات الايجابية خطوة جوهريّة في بناء و تنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و وصوله إلى ما هو عليه الآن من تطور<sup>1</sup>

### ثانيا: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

لقد عرف سوق السوق من المنظور الإسلامي بأنه السوق التي تكون جميع عملياتها و نشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها و أن يكون السوق موافق لأحكام الشريعة الإسلامية يجب أن يتوفر على الشروط التالية:<sup>2</sup>

- خلوه من الفائدة و الربا؛
- خلوه من كل نشاط البيع و الشراء المنطوي على الغرر؛
- تحرير إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعا؛

كما عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه: " سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار و التمويل المتوسط و طويل الأجل و المنتجات و الخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، و تكون خالية من كافة الأنشطة المحرمة مثل: الربا، المقامرة، الغرر و مشابه ذلك."<sup>3</sup>

### ثالثا: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تظهر أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا في النقاط التالية:

1- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تساهم سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا في توفير فرص استثمارية من خلال استحداث أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، و ضمان مطابقة أنشطة السوق للأحكام الشرعية من خلال لجنة شرعية قائمة، الأمر الذي يعزز من ثقة المستثمرين بالسوق.

2- الرقابة على المعاملات بالسوق: تتم الرقابة على المعاملات بسوق الأوراق المالية الإسلامي من خلال هيئة الأوراق المالية والتي تعد الجهة الرقابية الرئيسية، وهدفها دعم وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية على المستوى

<sup>1</sup> - بوزمارن وسيلة. د. ناصر المهدي، المرجع السابق ذكره، ص 46

<sup>2</sup> - محمد نور الدين، تطور الأسواق المالية الإسلامية، الأكاديمية العلمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008، ص 13.

<sup>3</sup> - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، سنة 2013-2014، ص 117

المحلي والدولي، كما تعمل على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك لمساعدة اللجنة الاستثمارية.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

يقوم أي سوق رأس المال على مقومات تجعله يؤدي وظائفه المرجوة منه، ويحقق أهدافه المسطرة، وتعتبر الأدوات المتداولة فيه أهم هذه المقومات، خاصة في حالة تعددها وتنوعها، وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بدوره يعتمد على ضوابط وأدوات إسلامية مختلفة تجعله قادرا على أداء تلك الوظائف وتحقيق ما سطر من أهداف وستنطرق إلى هذه الضوابط والأدوات.

#### المطلب الأول: ضوابط سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

يتناول هذا جانبين هما:

#### أولاً: ضوابط إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي

في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995 قررت أربعة معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلى القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة وعموم الشريعة ومبادئها، ومن معاييرها ما يلي:<sup>2</sup>

#### 1- معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية: ومنها:

\***المعيار الأول:** أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن القائمة ( قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية)

\***المعيار الثاني:** إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، والميسر، وما أشبه ذلك، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها

\***المعيار الثالث:** إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية ( التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت )، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها .

<sup>1</sup> - جبار محفوظ ، عياشي بلقيس دنيا زاد ، سوق رأس المال الاسلامي الماليزي بين الالتزام بالضوابط والأزمة المالية العالمية ، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية ، جامعة العربي التبسي، تبسة ، الجزائر ، 2017 ، 8، ص 3

<sup>2</sup> - بن الضيف محمد، محمد عدنان وريع، المسعود، أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي و انعكاساته على الاقتصاديات الدولية، دون بلد نشر، دون سنة النشر، ص 185

\*المعيار الرابع : إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنشاء سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا ، فهي لا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها وهي تتضمن :

- 1- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها
- 2- تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها على الأسواق
- 3- توزيع الخدمات اللاأخلاقية.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ونفس الحكم ينطبق أيضا على الشركات التي تتعامل بمعاملات غير المشروعة كشركة المباني التي تقوم مثلا ببناء محل القمار، والخمارة وغيرها، فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

### ثانيا: ضوابط المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية<sup>1</sup>:

إن هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية هي جهة أخرى أسستها هيئة الأوراق المالية الماليزية لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية ولمعاونة قسم سوق رأس المال الإسلامي التابع للهيئة في الأمور التالية:

- 1- إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور المعنية تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛
- 2- توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية قبل إعلانه للزبون والعوام ؛
- 3- تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية؛
- 4- جميع التقديمات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن يقوم بها شرعي مستقل؛

### المطلب الثاني: أنواع الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تتوفر السوق المالية الماليزية على مجموعة من الأدوات وهي:

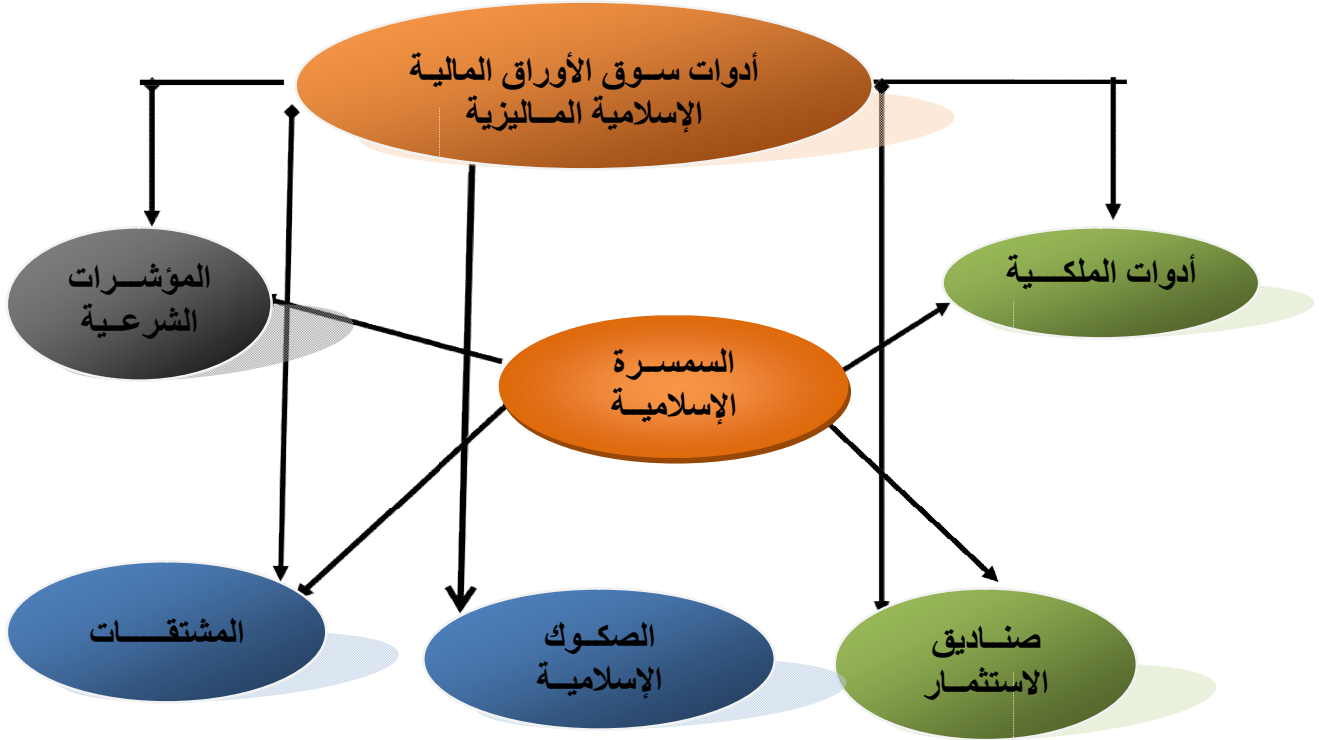
- 1- أدوات الملكية<sup>2</sup>: وتمثل في مختلف الأدوات التي تم ابتكارها وهي ذات تنافسية كبيرة كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق استثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي أصدرت من طرف الشركات التي صنفت أوراقها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها متوافقة مع قواعد الشريعة الإسلامية، وذلك يمكن للمستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية في القطاعات الاقتصادية المتعددة وتمثل أدوات الملكية في الأسهم وصناديق الاستثمار :

<sup>1</sup> -عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية نموذجاً- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: الأسواق المالية و البورصات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية: 2014/2015، ص 200/  
<sup>2</sup> -عبد الحميد فيجل، المرجع السابق، ص 202.

- **الأسهم:** تشمل الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي مايلي:
    - الأسهم العادية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة.
    - **صناديق الاستثمار الإسلامية:**<sup>1</sup> هي من أنواع أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ، كونها تتيح الفرصة لصغار المستثمرين المسلمين في ماليزيا للاستثمار، حيث يتم الاستثمار فيها من خلال الأسهم والصكوك المتوافقة مع أحكام الشرع الحنيف.
  - 2- **الصكوك الإسلامية**<sup>2</sup>: تعد التجربة الماليزية السابقة لإصدار الصكوك الإسلامية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.
  - 3- **المشتقات:** يتم تداول المشتقات في بورصة خاصة بها وهي بورصة المشتقات الماليزية.
  - 4- **المؤشرات الشرعية:** المؤشر الشرعي في ماليزيا يعرف بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة،
  - 5- **السمسة الإسلامية:** في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية و التي تساعد جمهور المسلمين و غيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية و المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط.<sup>3</sup>
- و الشكل التالي يبين أدوات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية:

1 - احمد حسن أحمد ، الحسيني، (صناديق الاستثمار) دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية-مصر 1999، ص 6  
 2 - محمد نور الدين غادم، تطور سوق الاوراق المالية الاسلامية، في ندوة الصكوك الاسلامية: التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص 17  
 3 - زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الاسلامية، في المؤتمر حول المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول ، دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري بدبي، أيام 31ماي- 3 جوان 2009، ص 8

الشكل رقم: (6) أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية



المصدر: من إعداد الطالبات، بالاعتماد على المعطيات السابقة

### المطلب الثالث: الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

لقد أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية عدة هيئات رقابية شرعية، كاللجنة الاستشارية الشرعية العليا، ويساعدها في ذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة والذي تتمثل أهم مهامه بدراسة الأدوات المالية التي تداولها في السوق، بالإضافة إلى المستشار الشرعي الذي لديه دور محوري في عملية إصدار الصكوك، و ذلك راجع إلى ما يضيفه من شرعية على الأوراق المالية ومدى مطابقتها للتنظيمات والإرشادات المعمول بها، ومن بين أهم مسؤوليات المستشار الشرعي كالتالي:<sup>1</sup>

1- **تحضير المسودة الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية:** تحضر الجهة المصدرة مسودة قبل إصدار الصكوك، ويجب أخذ مشورة المستشار فيما يخص الوثائق اللازمة، بالإضافة إلى فحص ودراسة المسودة للتأكد من مدى موافقتها لأحكام و مبادئ الشريعة.

<sup>1</sup> - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية " دراسة سوق الأوراق المالية الإسلامية"، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013، ص 176

2- عملية إصدار الصكوك الإسلامية: في هذه المرحلة يقوم المستشار الشرعي بالتأكد من أن كافة الأمور المتعلقة بالصكوك و آليات إصدارها تتماشى و الضوابط الشرعية، وللإفصاح عن المعلومات الشرعية والتي تتمثل في:

- نوع الأصول المراد تصكيكها، الهدف الجوهري من استخدام الموارد المالية المتحصل عليها بالصكوك الإسلامية.
- يبين قيمة البيع والشراء، وحساب الربح أو حصة الاشتراك في الربح.

3- الأمور الإدارية و التشغيلية: تشمل عملية إصدار الصكوك على كثير من الإجراءات الإدارية، التشغيلية و من أهم الأمور الوضوح والشفافية للشركة المصدرة للأصول، ويقوم المستشار الشرعي بفحص وتدقيق في نشاط الشركة وذلك بصورة مستمرة، كما يدرس مدى احترام نسبة الأعمال المحرمة والتقيد بها، وكل هذا حتى يتمكن المستشار من التأكد من مطابقة هذه الأمور لأحكام الشريعة وإرشادات اللجنة الاستشارية الشرعية.

ثانيا: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عن السوق التقليدية في الجوانب الآتية:<sup>1</sup>

1- 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 لإحكام 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.

2- العمليات و الخدمات المقدمة خالية من أي مخالفة شرعية: تعد الميزة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذ و إعطاء، لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر.....الخ.

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

3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية: تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية، سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها.

ولقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> - مسعودة نصبة، نحو نموذج اسلامي لسوق رأس المال " تجربة ماليزيا انموذجا" اطروحة مقدمة كجزء من تطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد حبيضر، بسكرة، 2012\2013، ص 104.

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

4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: تعد هيئة الأوراق المالية في هذه السوق، ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة " التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية" ولتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

إن الهدف من قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية هو التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها هذه الأخيرة، ومعرفة نمط التغييرات التي تطرأ عليها.

#### المطلب الأول: المؤشرات الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

**مؤشر الشريعة " Shariah Index "** : هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو بالنقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة ، وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال عندما يصعد مثلا مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعه عليه قد ارتفعت بـ 5 نقاط، و النقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا، و يوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية<sup>2</sup> هما :

#### أولا : المؤشر الإسلامي الماليزي (Dow Jones – Rashid)

بدأ العمل بالمؤشر الإسلامي الماليزي عام 1992 من قبل شركة رشيد المحدودة ، وهي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا ، و لكنه طرح في 10 ماي 1996 رسميا ، و منذ شهر جانفي 1998 ، أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ، و لجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها ، و هذا

<sup>1</sup> - مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص 104

<sup>2</sup> العياشي ززار " سوق الأوراق المالية الإسلامية تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا " ملفات الأبحاث في الاقتصاد و التسيير ، الملف الرابع ، ماي 2018 ، جامعة سكيكدة ، ص 43.

المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة ، و المرخص لها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية.<sup>1</sup>

### ثانيا : مؤشر كوالالمبور للشريعة

صُمم المؤشر الشرعي كوالالمبور لتلبية مطالب المستثمرين المحليين و الأجانب الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا ، حيث قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر المنعقد في 19 مارس 1998 بجواز التداول بمؤشر الأسهم ( مؤشر كوالالمبور للشريعة) ، طالما كان متوافقا مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، و في 17 أبريل 1999 طرح مؤشر كوالالمبور للشريعة.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني : مؤشر القيمة السوقية

يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

### أولا: القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

<sup>1</sup> بمينة ختروسي " متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالإعتماد على التجربة الماليزية و البحرينية " أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الشلف ، 2017 ، ص 270

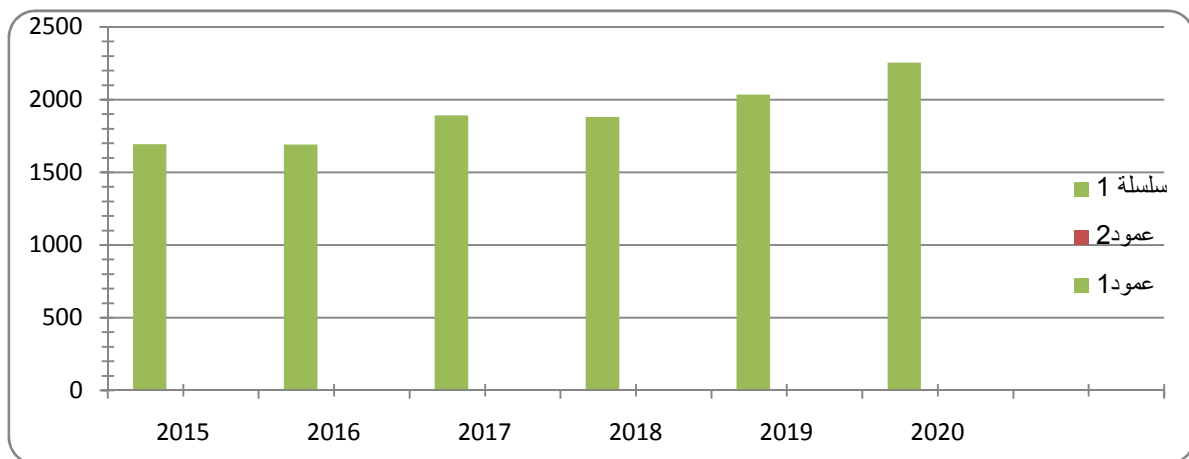
<sup>2</sup> بمينة ختروسي ، المرجع السابق ، ص 271

الجدول رقم: (2) تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015-2020).

السنة	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ( بليون رينجت ماليزي )
2015	1694.11
2016	1691.64
2017	1893.47
2018	1881.73
2019	2035.58
2020	2256.36

Source : Bursa Malaysia , Annual reports( 2015) (2016) (2017) (2018)( 2019( 2020)

الشكل رقم: ( 7 ) التمثيل البياني لتطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة ( 2015-2020 ) .



من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في تزايد مستمر ، بسبب زيادة عدد الشركات المدرجة في هذه السوق و المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية ، فالقيمة السوقية للشريعة تسيطر على 65.85 % من حجم السوق مع نهاية 2020.

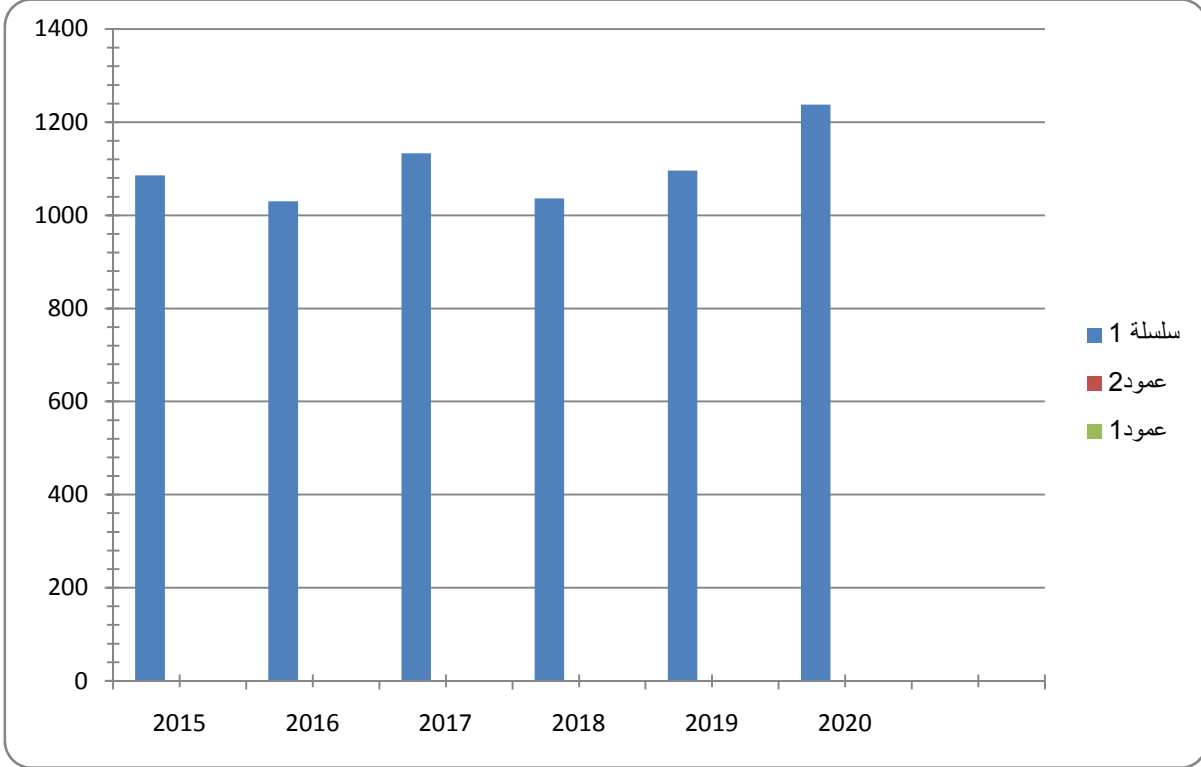
ثانيا: القيمة السوقية للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

الجدول رقم: ( 3 ) تطور رسملة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015-2020) .

السنة	رسملة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ( بليون رينجت ماليزي )
2015	1086.18
2016	1030.56
2017	1122.83
2018	1036.52
2019	1096.62
2020	1238.57

Source : Bursa Malaysia , Annual reports( 2015) (2016) (2017) 2018)( 2019)( 2020))

الشكل رقم: (8) التمثيل البياني لتطور رسملة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015-2020).



من خلال الجدول و التمثيل البياني السابقين نلاحظ أن هناك تطور مستمر في القيمة السوقية للأدوات المالية الإسلامية خلال الفترة 2015 إلى غاية 2020 ، ورغم أنه حدث تراجع طفيف في سنة 2018 لكن عادت للارتفاع مرة أخرى.

المطلب الثالث: مؤشرات حجم التداول و معدل دوران الصكوك

أولاً : مؤشرات حجم التداول

يقيس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ، بالإضافة إلى أنه يعبر عن السيولة في هذه السوق.

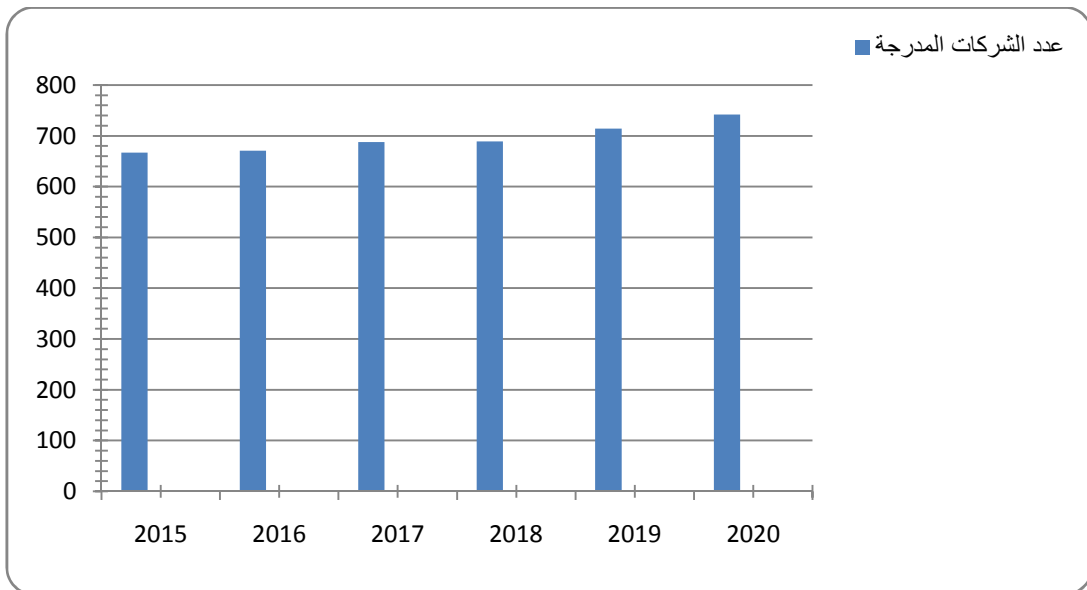
1- الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية :

الجدول رقم: (4) الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2015-2020) .

السنة	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية
2015	667
2016	671
2017	688
2018	689
2019	714
2020	742

Source : Bursa Malaysia , Annual reports( 2015) (2016) (2017) (2018) ( 2019) (2020)

الشكل رقم : (9) التمثيل البياني لتطور الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2015-2020) .

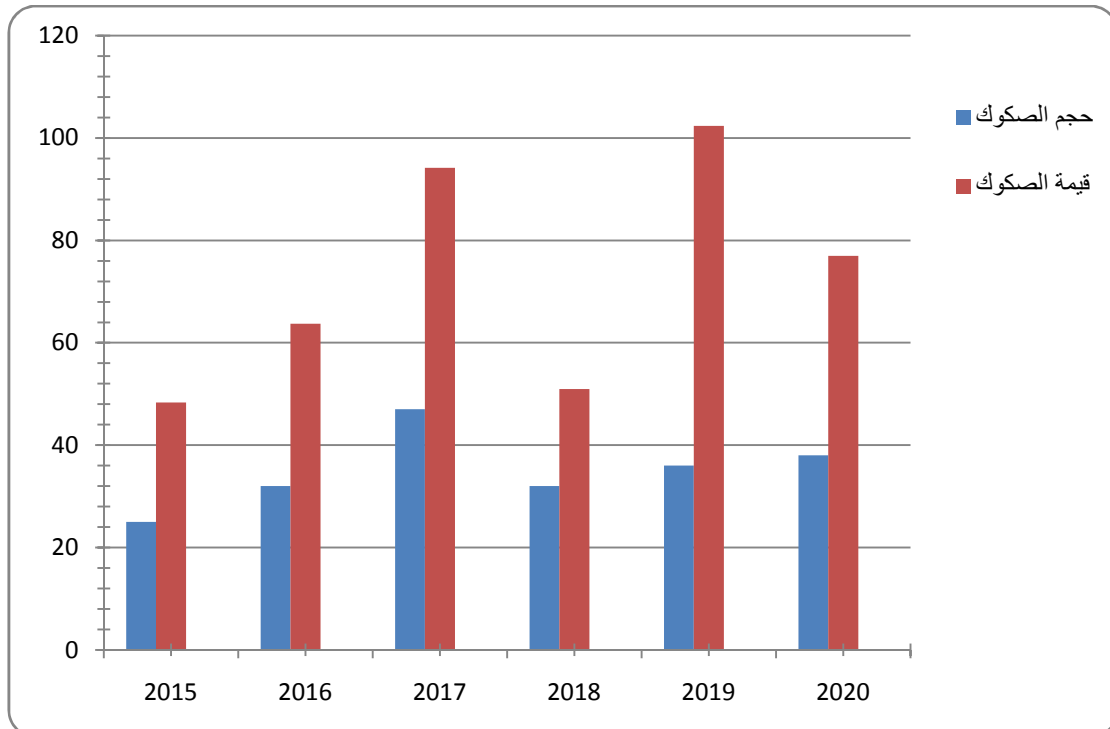


6- الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

الجدول رقم: (5) تطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015 – 2020)

السنة	حجم الصكوك	قيمة الصكوك ( بليون رينجت ماليزي )
2015	25	48.33
2016	32	63.73
2017	47	94.15
2018	32	50.97
2019	36	102.39
2020	38	76.98

الشكل رقم: (10) التمثيل البياني لتطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015 – 2020)



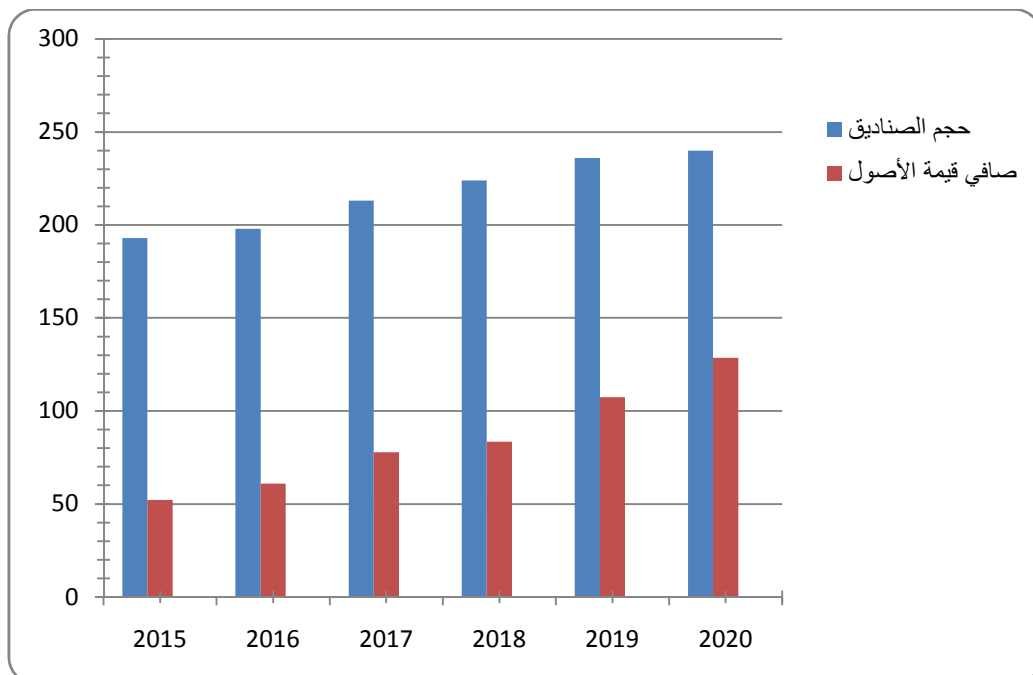
### 3- صناديق الاستثمار الإسلامية : "Islamic Unit Trust Funds"

وهي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة و الاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية و المعاملات الإسلامية.

الجدول رقم: (6) تطور حجم و قيمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015-2020).

السنة	حجم الصناديق	صافي قيمة الأصول للوحدات المتداولة ( بليون رينجت ماليزي )
2015	193	52.12
2016	198	60.91
2017	213	77.78
2018	224	83.45
2019	236	107.32
2020	240	128.53

الشكل رقم: ( 11 ) التمثيل البياني لتطور حجم و قيمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015-2020).



من خلال ما تقدم نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى الصكوك وأيضا الصناديق الاستثمارية عرفت تطورا خلال فترة الدراسة، ما أدى إلى زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، والسبب في ذلك يعود إلى المجهودات المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لتشجيع الإقبال على الأدوات المالية، في إطار التخطيط لجعل ماليزيا مركز دولي للتمويل الإسلامي.

#### ثانيا : مؤشر معدل دوران الصكوك

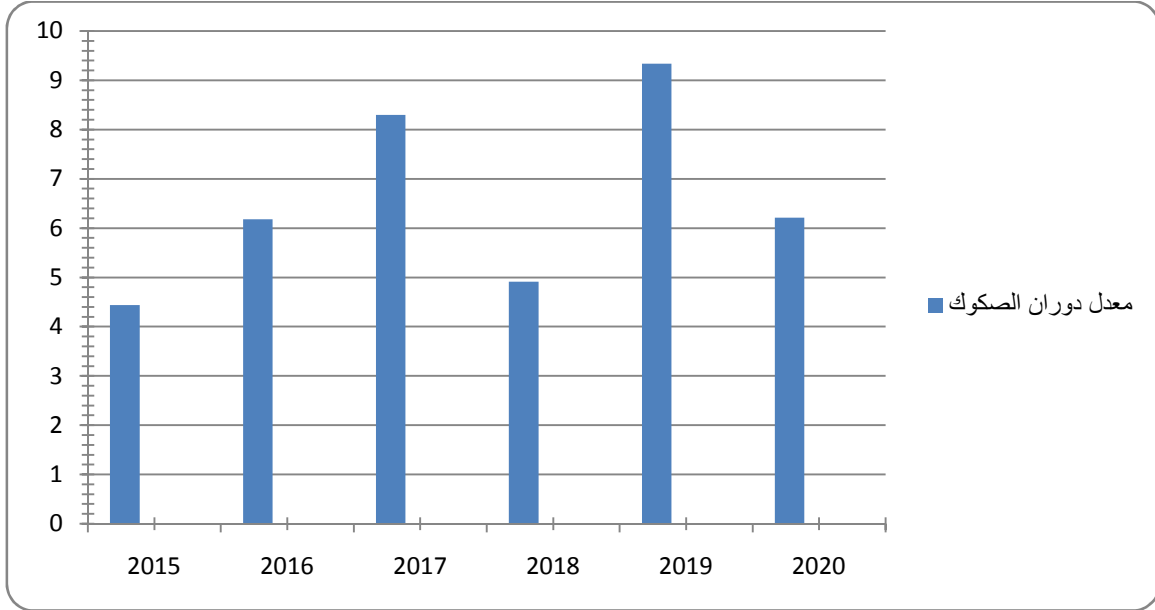
يعبر هذا المؤشر عن مستوى تكاليف إتمام الصفقات و المعاملات داخل السوق، لأنه يمثل قيمة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية.

الجدول رقم : (7) قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى القيمة السوقية (% ) خلال الفترة (2015-2020).

نسبة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية (%)	السنة
4.44	2015
6.18	2016
8.30	2017
4.91	2018
9.34	2019
6.21	2020

المصدر: من إعداد الطالبات بناءً على المعطيات .

الشكل رقم: (12) التمثيل البياني لتطور حجم وقيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2015 – 2020)



من خلال التمثيل البياني نلاحظ أن مؤشر معدل دوران الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2015-2020) قد شهد تذبذبا شديدا حيث بلغ 4.91% في سنة 2018 ثم عاد للارتفاع في سنة 2019 بمعدل 9.34% ثم عاد للانخفاض في سنة 2020 بمعدل 6.21% و بالتالي فإنه يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر دوران الصكوك.

## خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى:

أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا يرتبط بجودة و كفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بمدى نجاعة الرقابة الشرعية في تطوير هذا السوق، بالإضافة إلى الحرية و المنافسة اللتان تتماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي و الساحة المالية الإسلامية الدولية، ما جعل ماليزيا تعتبر النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور.

الغداقة

## الخاتمة

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ونظرا لوظائفها و أدوارها المتعددة و منافعها ومزاياها المتنوعة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تقوم على الالتزام بالضوابط الشرعية في جميع هيئاتها ومؤسساتها المالية الإسلامية وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة فيها من اهتمامات كل العاملين في هذا الميدان.

حيث تبين أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس تحترم إحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، يكمن في ضرورة توفر و وجود أدوات إسلامية تكون مصممة وفق شروط و أحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض، ومن أهمها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدار وتداولها دور كبير في تنشيط وتطوير وتفعيل السوق المالية الإسلامية.

وإذا أخذنا التجربة لتجربة الماليزية نجد أنها عملت على تحقيق الضوابط الشرعية في تعاملات سوق المال الإسلامي، ويظهر ذلك في الإجراءات التي اتبعتها لمنع مختلف التعاملات المنافية للشريعة الإسلامية.

وقد حققت ماليزيا الريادة في هذا المجال خاصة في التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي أهمها الصكوك بكل أنواعها، الأمر الذي يستدعي من الدول العربية والإسلامية الاستفادة من التجربة الماليزية الناجحة في مجال المالية الإسلامية.

## أولا-اختبار الفرضيات

- معالجة اشكالية الدراسة كان قد تم وضع مجموعة من الفرضيات، وبعد الدراسة تبين ما يلي:
- نصت الفرضية الأولى على أن سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه تداول مختلف الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد تبين صحة هذه الفرضية من خلال تناولنا للموضوع.
- نصت الفرضية الثانية على أن للهندسة المالية الإسلامية دور في إنشاء وتطوير السوق المالي الإسلامي، وقد ثبت صحة هذه الفرضية إذ تتميز الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بخصائص أهمها خضوع الهندسة المالية الإسلامية لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية.
- نصت الفرضية الثالثة بأن الصكوك الإسلامية إحدى أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وفي السوق المالي الماليزي، وعملت على تطويره، وقد توصلنا إلى صحة الفرضية من خلال البحث حيث للصكوك الإسلامية ضوابط شرعية وأخرى اقتصادية.

## ثانيا- نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا للنتائج التالية:

- تنبع أهمية إقامة سوق أوراق مالية في أي اقتصاد من خلال الأدوار التي تؤديها على مستوى الاقتصاد الوطني، و من أهمها تحقيق السيولة، فوجود سوق أوراق مالية ذات كفاءة و فعالية يسهل عملية تحويل الموارد الحقيقية من أوراق مالية إلى نقدية أو العكس، أي أن وجود سوق فعالة للأوراق المالية يؤدي إلى توفير سيولة مرتفعة للأصول المالية، و بالتالي فوجود سوق نظامية و متطورة للأوراق المالية تحت إشراف الدولة سيساعد في عملية جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية.
- تحظى السوق المالية الإسلامية بأهمية كبيرة نظرا لمزاياها العديدة و منافعها الكثيرة، حيث أنها تلبي حاجة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد المسبقة.
- ينبغي أن تلتزم السوق المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية والأخلاقية، بحيث تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية و متوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية.
- نظرا لأهمية و حساسية الدور الذي تؤديه السوق المالية الإسلامية، فهي تخضع لرقابة بعض الجهات و الهيئات من أهمها الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي.
- تتطلب عملية إنشاء سوق الأوراق المالية تخضع في عملها لمبادئ الشريعة الإسلامية إلى توفر مجموعة من الشروط، أولها الشروط الشرعية التي يعتمد تحديدها على أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة الإسلامية، ثانيها الشروط الفنية التي تتضمن كل الاجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية و التنظيمية لإنجاح إصدار و تداول الأوراق المالية، و ثالثها الشروط المهنية التي تتمثل في الشروط المتعلقة بالبعاد المحاسبية، و الإدارة المالية للأداة المتداولة و الجهة المصدرة لها.
- هناك اختلاف بين عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية نظريا، و بين عملها على أرض الواقع، ويرجع سبب الاختلاف إلى عدم الالتزام بالمعايير الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق، بالإضافة إلى الاختلافات الفقهية، بين المذاهب في تقييم مدى تقييم مدة شرعية بعض المعاملات.
- تنوع التعامل بالأدوات المالية الإسلامية على رأسها الصكوك.
- لقد خطت بعض الدول الإسلامية بعض خطوات مهمة و ايجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس مال إسلامي الذي يعد جزءا مهما من النظام المالي الماليزي.
- السوق الإسلامي الماليزي يستحوذ على أكثر من 60% من السوق المالي الإجمالي الماليزي.
- خضوع السوق المالي الإسلامي الماليزي لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية للتأكد من مطابقة النشاطات لأحكام الشريعة الإسلامية و ضوابطها.

- من أهم العوامل التي ساعدت على نجاح السوق المالي هو الدعم الحكومي المستمر من طرف الحكومة الماليزية.

### ثالثاً-توصيات الدراسة

على ضوء النتائج التي توصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم المقترحات والتوصيات الآتية:

- ضرورة مبادرة الحكومة-بشكل دائم- في إنشاء ودعم أسواق المال الإسلامية وتطويرها والعمل على التعريف بالأدوات المالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية) والمبادئ التي تقوم عليها وذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام المتاحة.

- ضرورة العمل على توحيد الرؤى والأحكام الفقهية بالأسواق المالية الإسلامية والأدوات المتداولة فيها، مما يجعل الإقبال على هذه الأسواق والأدوات أكثر أهمية من قبل المسلمين.

- ضرورة إنشاء هيئات ولجان رقابية في سوق رأس المال الإسلامية، وضرورة تزويدها بالعلماء للبت في مختلف الأحكام المتعلقة بمختلف المعاملات والأحكام التي تتم في هذه الأسواق وأدواتها.

- دعم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي قانونياً وإدارياً ومنحه الاستقلالية التامة عن سوق رأس المال التقليدي، والعمل على كبح هذا الخير قانونياً وإدارياً.

- عمل الحكومة الماليزية على توحيد الفتاوى الشرعية المختلفة حول العمل في سوق رأس المال الإسلامي والتعامل بالصكوك المتداولة فيه مع مختلف الجماع الفقهية لتجنب كل المخالفات والشبهات الفقهية.

### رابعاً - آفاق الدراسة

إن تطوير سوق رأس المال الإسلامي يتطلب البحث في مختلف جوانبها والآليات التي تعمل بها، وهذا في ظل التركيز على مختلف الجوانب الشرعية، ولذلك يمكن طرح الآفاق البحثية التالية للمساهمة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي ومنها:

- ✓ إمكانيات إنشاء هيئة الأوراق المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.
- ✓ التنبؤ بأسعار الأوراق المالية الإسلامية باستخدام التحليل الأساسي.
- ✓ دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تنظيم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية المحلية.
- ✓ إمكانيات وشروط وإيجاد سوق رأس مال إسلامي جزائري بالاستفادة من التجربة الماليزية.

# قائمة المراجع

❖ المراجع باللغة العربية:

■ الكتب:

1. إبراهيم الكرانسة - إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات - صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية - أبو ظبي - 2010.
2. احمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر، 2012.
3. احمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
4. احمد حسن أحمد، الحسيني، (صناديق الاستثمار) دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 1999.
5. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلامة، الإسكندرية.
6. أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
7. اوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2012.
8. إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية، 2000.
9. البرواري، شعبان إسلام، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار الفكر المعاصر، 2010.
10. البعلي، عبد الحميد محمود، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية الإسلامية، اللجنة الاستشارية العليا للعمل على استكمال أحكام الشريعة الإسلامية، الكويت، ط 1، 2006 م .
11. بن منظور، محمد بن مكرم، لسان العرب، ط3، ج3، مكتبة الرشد، الرياض، 1994.
12. الجبالي، محمود علي، الأسواق المالية في الإسلام، دار الفكر، بيروت، لبنان، 1991.
13. جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
14. الحديث اخرجہ البخاري في كتاب البيوع، باب ما يحق الكذب و الكتمان في البيع (صحيح البخاري مع فتح الباري)، المجلد 4، الحديث 2082
15. حمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة-أسهم، سندات، أوراق مالية"، دار الحامد، عمان، ط2006، 1.
16. خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، طرابلس، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2002.
17. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة طرابلس)، لبنان، 2000.

18. الخياط، عبد العزيز، بحث الأسهم والسندات، نشر دار السلام، القاهرة، 1989.
19. رمسية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
20. زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ط: 1، دار النفائس، سنة 1429 هـ - 2009 م
21. السعد أحمد، الأسواق المالية العاصرة، اربد، الأردن: دار الكتاب الثقافي، 1428 هـ، 2008 م.
22. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون موزعون، عمان-الأردن، 2010.
23. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط: 1، عمان، دار الفكر، 131 هـ، 2010 م.
24. شرف محمد دوابة، "دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" دار السالم، القاهرة، ط 2006، 1
25. صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية: "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2003.
26. عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة 1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
27. عبد الغفار الحنفي، رسمية فرياقص، أسواق المال: بنوك مالية-بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالي، شركات التأمين، شركات استثمار، د ط، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
28. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
29. عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الجامعية للنشر، الإسكندرية.
30. عبد الكريم أحمد قندوز - الأسواق المالية - سلسلة كتيبات تعريفية العدد 21 - صندوق النقد العربي 2021.
31. عبد الكريم قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد 21، 2021.
32. عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، طبعة 1، سنة 2018.
33. عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
34. عصام أبو نصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006.

35. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ط:1، الأردن، دار أسامة، 2008.
36. فؤاد محمد أحمد محسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم ف ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
37. محفوظ جبار، " سلسلة التعريف بالبورصة" الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، الطبعة 2002، 1.
38. محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"-دراسة تحليلية نقدية-2005.
39. محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة، الخياط، عبد العزيز (د.ت) الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، المعهد العربي، ج 2 .
40. محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006.
41. محمد نور الدين، تطور الأسواق المالية الإسلامية، الأكاديمية العلمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008.
42. محمود أمين زويل "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية، مصر، طبعة 2004.
43. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات" دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان- الأردن، 2005.
44. مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية، الطبعة الأولى، 1436-2015م.
45. المصحف الشريف، سورة المائدة، الآية رقم 1.
46. ناظم محمد نوري الشمري، وآخرون، أساسيات العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1999.
47. هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
- الرسائل والأطروحات:
48. أحلام عنكوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، 2013-2014.
49. أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعالج مخاطرها"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2005.
50. بزطوط كنزة، بورحلي هاجر، دور الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي-دراسة حالة ماليزيا(2005-2016)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي-برج بوعرييج، السنة الجامعية: 2019-2020.

51. بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012-2013.
52. بن عمر يوسف، تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية "دراسة اثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة للأسواق الأوراق المالية (ماليزيا والبحرين والإمارات و السعودية) خلال الفترة: (2001-2013)"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و علوم تجارية، شعبة، علوم المالية و المحاسبية، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - 2013/2014.
53. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2004.
54. سراي صالح ن" دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية " أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2016-2017.
55. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، سنة 2013-2014.
56. عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، دراسة حالة " سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013 " مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة: 2013-2014.
57. عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال-التجربة الماليزية أنموذجا-مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية: 2014-2015.
58. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامي -دراسة مقارنة - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه -علوم الاقتصادية -تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2015-2016.
59. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية" دراسة سوق الأوراق المالية الإسلامية"، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013.

60. مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال " تجربة ماليزيا أنموذجا" أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
61. مناصرية أشرف، دور البنوك الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال الإسلامية - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا- رسالة ماستر أكاديمي، قسم العلوم الاقتصادية ، تخصص: مالية و بنوك، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، سنة: 2012-2013.
62. مونييه سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD ، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015 .
63. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامي بين النظرية وتطبيق -رسالة استكمال لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير -الجامعة الإسلامية -غزة- 2007 .
64. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة مكملة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، سنة 2007 .
65. نورليا متسعيد، سوق المشتقات المالية الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليورموك الاردن، 2006-2007.
66. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية و أثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014-2015 .
- الملتقيات:
67. أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
68. احمد محمد محمود نصار، ضوابط الإجارة المصنوفة في الذمة وتطبيقها في تمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية، ملتقى في ندوة البركة الثلاثون للاقتصاد الإسلامي، المجلس السنة للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2009.
69. بطاهر بختة، براهيمية عمار، " أثر آليات حوكمة الشركات على تحسين كفاءة الأسواق المالية" الملتقى الوطني حول النظام المالي وإشكاليات تمويل الاقتصاديات النامية يومي 05،04 فيفري 2019 ، جامعة المسيلة.

70. بن الضيف محمد، محمد عدنان وريع، المسعود، أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي و انعكاساته على الاقتصاديات الدولية، دون بلد نشر، دون سنة النشر.
71. عبد القادر خداوي مصطفى، بزييرة احمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل و إمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفية الإسلامية نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
72. قروف، محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي ورهانات المستقبل، 2011.
- المجالات:
73. أديب قاسم شندي، مجلة كلية بغداد، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، 2013.
74. بوزمارن وسيلة. د. ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16- المجلد 01-2017.
75. بوزمارن وسيلة، د. ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد: 16- المجلد 01-2017.
76. جبار محفوظ، عياشي بلقيس دنيا زاد، سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بين الالتزام بالضوابط والأزمة المالية العالمية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2017، 8.
77. الطيب بولحية، عبد الغني محلق، مساهمة مجلس التعاون لدول الخليج العربية في إصدار الصكوك الإسلامية محليا و عالميا، مجلة التنمية و الاستشراف المبحوث و الدراسات ، المجلد 05، العدد: 02- ديسمبر 2020.
78. عبد الحفيظ خزان، عبد الله غالم، أسواق الأوراق المالية - مجلة الاجتهاد القضائي - العدد الحادي عشر - جامعة بسكرة.
79. عبد العظيم أبو زيد - التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي 2014.
80. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، في مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 2، 2007.

81. عبد الله بن حمد السكاكر، الهندسة المالية الإسلامية و ضبطها بالتعليل بالحكمة، مجلة، العدد الثلاثون، الجزء الأول، قسم الفقه في كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية بجامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.
82. عثمان علام، صالح سنوساي، دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، دراسات-العدد الاقتصادي-المجلد 08، العدد 02، مارس 2017، جامعة الاغواط.
83. د غربي هشام، د عبد اللاوي عقبة، "اللاعقلانية الرشيدة وأثرها على كفاءة الأسواق المالية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد التاسع.
84. قاسم محمد حزم الحمود، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها-دراسة فقهية معاصرة-مجلة العلوم والبحوث الإسلامية، volume 17(1)، 2016.
85. محمد محسن صالح، النهوض المالي-قراءة في الخلفيات ومعالم التطور الاقتصادي-دراسات إستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، العدد 136، أبو ظبي، الإمارات، 2008.
86. مزيود إبراهيم، بلحياني خديجة، " اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطائرة **run test** -حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 200-2015"، مجلة معارف، العدد 22، جوان 2017
87. مشري فريدة، عتروس صبرينة، " السوق المالية الاسلامية - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية البحرين "مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، جامعة بسكرة.
88. مفتاح صالح، معارفي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة أسواق الأوراق المالية وسبل كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010.
89. ناصر المهدي، بوزمارن وسيلة، " تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية"مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 1، 2017، 1، جامعة الجليلاني بونعامة، خميس مليانة.
90. نورين بومدين، أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الثامن.

■ مؤتمرات:

91. البخيت محمد زياد سلامة، " السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية " مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
92. جاسر محمد عمر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية، الواقع... وتحديات المستقبل، في الفترة 20-21-2010.
93. جودة نادية، " الأسواق المالية الإسلامية " المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية بعنوان الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية و المعايير الدولية ، يومي 16-17 أوت 2017، قسم المصارف الإسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن .
94. حاج إبراهيم عبد الرحمان، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال مذكرة أفكار د.محمد مهاتير، المركز الجامعي، غرداية.
95. زاهر الدين محمد الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، في المؤتمر حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، أيام 31 ماي-3 جوان 2009.
96. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي عمان-الأردن.
97. صفية أحمد ابوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009.
98. عبد الله الرزين، " الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها بأسواق المعرفة " المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2006.
99. محمد عمر الجاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مداخلة في مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية، تحت عنوان: الواقع تحديات المستقبل، 20-21 مارس 2004، صنعاء.
100. هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 1431 هـ - 2010 م، مطبعة الشريعة الإسلامية، البحرين، 2010.