جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي

معهد العلوم الإسلامية

قسم الشريعة

مقومات انشاء سوق الاوراق المالية الاسلامية

(التجربة الماليزية)

مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر

في العلوم الإسلامية – تخصص: معاملات مالية معاصرة

الطلبة:

- جهيدة حناشي
- ذكرى حنين بدودة

المشرف:

د. عنتر الساسي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
د.علي بلموشي	**جامعة الشهيد حمه لخضر–الوادي**	**رئيسا**
د. عنتر ساسي	**جامعة الشهيد حمه لخضر–الوادي**	**مشرفا ومقررا**
د.براهيم وصيف خالد	**جامعة الشهيد حمه لخضر–الوادي**	**مناقشا**

السنة الجامعية: 1442-1443هـ/2021-2022م

شكر وعرفان

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾ سورة النمل الآية: 19

وقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ " : مَنِ اصْطَنَعَ إِلَيْكُمْ مَعْرُوفًا فَجَازُوهُ ، فَإِنْ عَجَزْتُمْ عَنْ مُجَازَاتِهِ فَادْعُوا لَهُ ، حَتَّى يَعْلَمَ أَنَّكُمْ قد شَكَرْتُمْ ، فَإِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الشَّاكِرِينَ "

نشكر الله العلي القدير الذي وفقنا وأعاننا على إتمام هذا العمل، فاللهم لك الحمد حتى ترضى

ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا ولك الحمد ملء السماوات والأرض.

كما نتقدم بكل عبارات الشكر والامتنان إلى الأستاذ "عنتر الساسي" الذي تحمل الإشراف على هذا العمل وعلى ما قدمه لنا من نصح وإرشاد، كما نتمنى له التوفيق والسداد في حياته وعمله.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الاستاذ ابراهيم خالد وصيف و الى جميع الأساتذة معهد العلوم الاسلامية تخصص معاملات مالية معاصرة على ما قدموه لنا من مساعدة وإلى من كان له الفضل في المساعدة كما لا يفوتنا أن نشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل، فبارك الله في الجميع وجعل صنيعهم في ميزان حسناتهم.

ونسأل الله العلي القدير أن يهدينا ربي سداد الراي والرشاد.

الملخص

شهدت المالية الاسلامية في السنوات الاخيرة خاصة بعد الازمة المالية العالمية 2008 تطورا مذهلا في العالم ، فتزايد الطلب العالمي على الصكوك الاسلامية كأحد الادوات المالية الاسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تدويل مشاريع كبرى، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية حيث إصدار هذه الصكوك، لذك نسعى من خلال هذه الورقة البحثية إبراز أهمية سوق الأوراق المالية في ماليزيا ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية ، حيث تم التوصل الى أن أسواق راس المال في ماليزيا تعرف تقدم كبيرا إذ إن أداء الأدوات المالية المتوقعة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، نظرا لتوفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشيعي مما أدى إلى خلق فرص استثمارية شرعية تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلد.

Abstract

In recent years, Islamic finance, especially after the global financial crisis of 2008, has witnessed an amazing development in the world. The global demand for Islamic instruments has increased as one of the Islamic financial instruments that effectively contribute to financing major projects. Where the Islamic stock market is one of the largest markets that deal in accordance with the provisions of Islamic Sharia in terms of issuance These instruments, so we seek through this research to highlight the importance of the stock market in Malaysia and the extent of its contribution to economic développent. conventional financial listed on the Malaysian stock exchange, Due to the provision of financial instruments compatible with the legal dimension, which led to the creation of legitimate investment opportunities that contribute to achieving the economic development of the country.

مقدمة

تعد الأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص لبّ أي اقتصاد في العالمة بغض النظر عن هوية هذا الاقتصاد أو مدى تقدمه. ومن هنا جاء اهتمام الإسلام بالأسواق حيث خصها بعنايته 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 هذه الأسواق تمثل الوسيلة الرئيسية في توفير التمويل اللازم وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق وما تملكه من أدوات مالية متنوعة. ومن أهم هذه المؤسسات المالية المصارف أو البنوك التي تقوم بحفظ الأموال وتشغيلها، إلا أن ما يؤخذ على هذه الأسواق والمصارف أن أساس تعاملها هو الربا المحرم شرعا في ديننا الإسلامي، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى وجود سوق مالية إسلامية بديلة للسوق المالية الربوية يكون أساس تعاملها وفق الضوابط الشرعية.

ففي الوقت الذي أثبتت فيه الصناعة المصرفية الإسلامية نجاحها ومساهمتها في تطوير نظرية الاقتصاد الإسلامي في الفترة الزمنية الأخيرة، ظهر تحدا جديد يتمثل في إنشاء سوق مالية إسلامية تُؤسس وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية الغاء، وهذا من شأنه أن يجعل النظام المالي الإسلامي أثر استقلالية عن النظام التقليدي، ومحققا للمصداقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية. ومن هنا تنرع أهمية الدراسة لكونها تهدف إلى التعرف على ماهية السوق المالي الإسلامي .

لقد حضي موضوع سوق الأوراق المالية اهتماماً كبيراً، من قبل الدول المتقدمة والنامية على حد سوى في هذه السنوات الأخيرة، ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى الاستثمارات، كما أنها تعد المحور الرئيسي للنمو الاقتصادي لأي دولة، حيث يرتبط تطور الاقتصادي إلى وجود أسواق الأوراق المالية متطور، من خلال تزايد الأوراق المالية وتنوعها، وعدد الشركات المدرجة وإقبال الجمهور عليها لزيادة كفاءتها.

إنّ نجاح الأسواق المالية وتطوّرها، يعتمد اعتمادًا وثيقًا على مدى تنوّع وتطوّر الأدوات المالية المتداولة فيها، فإنّ الأمر يستدعي تكثيف وتنسيق الجهود والعمل على تطوير وابتكار أدوات

مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولاً، والتي من شأنها توسيع وتفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكمّل وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

فالسوق المالية الإسلامية، وبما يمكن أن تتضمّنه من أدوات مالية إسلامية متنوّعة: كالأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، بالإضافة إلى الأدوات الأخرى المستحدثة، أو حتى الممكن تطويرها مستقبلاً: كعقود الخيارات وعقود المستقبليات والعقود الآجلة الإسلامية، سوف تساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي والمالي الإسلامي، كما سيكون لها دور كبير في إحداث التنمية الاقتصادية المنشودة خاصّة في البلاد الإسلامية.

وبالتالي نطرح الاشكالية التالية: ما مقومات انشاء سوق الأوراق المالية؟ وما مزايا التجربة الماليزية في سوق رأس المال الاسلامي؟.

- **أهداف البحث:**

– بيان ضوابط وشروط إقامة سوق الأوراق المالية الاسلامية ، وذلك من خلال التقويم الاقتصادي لنموذج سوق الأوراق المالية الماليزية لتنمية المعاملات التي تتم وفقا لأحكام الشريعة.

– القاء الضوء على الأدوات المالية الاستثمارية الاسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الاسلامية وعرض أنواع المعاملات التي تجري فيها.

– الخروج بنتائج تتعلق بمعايير نجاح سوق الأوراق المالية الاسلامية وتعميم التجربة الاسلامية على أسواق الأوراق المالية التقليدية الأخرى.

- **أهمية البحث:**

– سوق الأوراق المالية و ما تقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية للأموال والثروات الإسلامية و استثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الاسلامية.

– اثبات أن الاسلام قادر على اقامة أسواقه الخاصة به وفق رؤيته الشرعية حتى يمكن المستثمر المسلم الحريص على دينه من استثمار أمواله دون الوقوع في المحرمات.

-كان لابد من الخوض في تفاصيل و دقائق هذه السوق الاسلامية في اطار عمل الأسواق المالية العالمية.

- **أسباب اختيار الموضوع:**

- يعتبر موضوع هذا البحث دراسة تحليلية تتعلق بمجال تخصص الباحثتين.
- حداثة سوق الأوراق المالية الاسلامية، مما جعل الموضوع مثير للاهتمام.
- قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع بالتأصيل.

- **منهجية البحث:**

من أجل الإجابة على الاشكالية المطروحة اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي النقدي، وهو أسلوب بحثي يهدف إلى وصف لظاهرة محل الدراسة وجمع البيانات والمعلومات الدقيقة عنها من مصادر ودراسات سابقة، وسيتم ذلك من خلال وصف سوق الأوراق المالية الإسلامية وما تقوم به من وظائف، ثم تحليل تلك الوظائف والمعاملات في ضوء المنظور الاسلامي، وبيان ما يوافق الشرع منها وما يخلف الشرع .

وللإجابة على الاشكالية الرئيسية اخترنا الخطة الآتية:

المبحث الاول: الأسواق المالية الاسلامية.

المطلب الاول: مفهوم الأسواق المالية.

المطلب الثاني: المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الاسلامية.

المطلب الثالث: شروط اقامة سوق مالية اسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية.

المطلب الرابع: مؤشرات كفاءة الأسواق المالية الاسلامية.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية.

المطلب الاول: تعريف سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: الأسباب التي أدت الى انشاء وتطور سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي.

المطلب الرابع: تحديات سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: مزايا التجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية الاسلامية.

المطلب الاول: مفهوم سوق المالي الماليزي.
المطلب الثاني: مقومات انشاء سوق الأوراق المالية الاسلامية في ماليزيا.
المطلب الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الاسلامية في ماليزيا.
المطلب الرابع: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال.
المطلب الخامس: الرقابة الشرعية ودورها في سوق الأوراق المالية الاسلامية.

- **الدراسات السابقة**

1-دراسة عبد الرحمن يسري أحمد، بعنوان: "تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق إسلامية ثانوية"، سنة1996:

استعرضت هذه الدراسة مختلف أنواع الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية و أهم صفاتها وخصائصها وموقعها من الفقه الإسلامي، كما تناولت الدراسة واقع وظروف الأسواق المالية القائمة في بعض الدول الإسلامية، ومن ثمّ توضيح الظروف التي تستدعي وتتطلّب قيام سوق ثانوية إسلامية للأوراق المالية وأهم الشروط الأساسية اللّازمة لها مع توضيح مختلف أهدافها و وظائفها المنتظرة منها، و اختتم دراسته بذكر أهم النتائج المستخلصة من الدراسة.

2- دراسة محمد صبري هارون، بعنوان" أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)"، سنة 1999:

تناول الباحث بالدراسة موضوع الأسواق المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي، بتوضيح مفهومها ومراحل نشأتها أهم أنواعها وخصائصها ودورها في عملية التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي، ومن ثم توضيح أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن تنضبط وتتقيد بها الأسواق المالية، كما ركزت الدراسة أيضا وبنوعٍ من التفصيل على موضوع الأسهم والسندات من مختلف جوانبها و كل ما يتعلّق بها من ضوابط و أحكا ، ولم يُغفِل الباحث في دراسته موضوع الأدوات المالية الإسلامية التي تناولها وتطرّق إليها وركّز على سُبل وإمكانيات تطويرها،

و قد اختتمت الدراسة بعدّة نتائج أغلبها كان عبارة عن ملخص للأحكام الفقهية التي احتوتها الدراسة.

3-دراسة شعبان محمد إسلام البرواري، بعنوان: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية"، سنة2002:

قام الباحث من خلال هذه الدراسة بوصف بورصة الأوراق المالية وما تقوم به من وظائف وما يجري فيها من معاملات وعمليات، ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي، كما بيّن الصيغ الشرعية التي تكتمل بها بورصة الأوراق المالية الإسلامية في مسائل الأسهم والسندات والصكوك والعقود الخاصّة، وذلك من أجل إقامة السوق وفق الضوابط الشرعية، كما تحدّث عن التكييف الفقهي لسندات المقارضة ومدى علاقتها بربا الديون، مع بيان الفرق بين المضاربة في الفقه الإسلامي وبورصة الأوراق المالية.

وأخيراً تناول ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية، وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج بورصة الأوراق المالية العصرية، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة حتى تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية.

4-دراسة الزهار وعبده، بعنوان: "نحو أسواق مالية إسلامية"،سنة2005:

هدفت الدراسة إلى وضع تصور لرسم المعالم الأساسية لسوق أوراق مالية إسلامي معاصر بأدواته الإسلامية وضوابطه الشرعية، ونقطة الانطلاق في هذه الدراسة من عرض لواقع أسواق الأوراق المالية الإسلامية ومدى مواءمة هذا الواقع مع الشريعة الإسلامية، وتناولت الدراسة هيكل السوق المالية الإسلامية وعملها وفرضية الكفاءة من منظور إسلامي، وعرض المبادئ التنظيمية والتشريعية والتي من ش نها أن تعزز مفهوم الكفاءة لعمل تلك الأسواق من خلال المصالح المرسلة، ما تم استعراض آراء الفقهاء في إصدار الأوراق المالية وتداولها في الأسواق المالية من الناحية الشرعية، ثم ناقشت الدراسة عدداً من القضايا منها ما يتعلق بالمضاربة في الأسواق المالية والتي تؤكد فيها الحاجة لقدر معقول من المضاربات، مقدماً بعض الاقتراحات لتنظيمها، ولكن الدراسة اهتمت بالجانب النظري فقط ولم تركز على الجانب العملي للخروج بتطبيق عملي واقعي لتصور سوق أوراق مالية إسلامية.

5– دراسة حطاب، بعنوان "نحو سوق مالية إسلامية"،سنة2005:

هدفت الدراسة إلى بحث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي، وللوصول إلى هذا الهدف تبدأ الدراسة بتوضيح الأدب الاقتصادي والمالي المتعلق بالموضوع، ومن ثم تعرض الدراسة آليات العمل بالخيارات والمستقبليات والعقود المؤجلة في السوق المالية في الاقتصاديات المعاصرة، بغية تقييمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، وقد توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة، ما أن وجود هذه السوق ،سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها، لكن الدراسة تحاول أن تضع تصور ورؤية لما ينبغي أن تكون عليه السوق المالية الإسلامية في إطارها النظري، ولا تخوض في التطبيق العملي الواقعي لتلك السوق .

6 – دراسة أشرف محمد دوابه، بعنوان: "نحو سوق مالية إسلامية"، سنة 2006

لقد جاءت هذه الدراسة لتأكّد على أهمية السوق المالية الإسلامية، انطلاقًا من تعريف الأسواق المالية وتوضيح أهم تقسيماتها ووظائفها وأهم مراحل نشأتها وتطورها، وما يتداول فيها من أدوات استثمارية وتوضيح قواعد وإجراءات التعامل فيها مع بيان ما يتعلق بها من أحكام شرعية، وذلك من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة تعمل على تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، واستعادة الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، وتدعيم التجارة البينية الإسلامية، وتوفير مصادر التمويل اللّازمة للمشروعات الإنتاجية.

7– دراسة محمد وجيه حنيني، بعنوان: " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية"، سنة 2008:

لقد أراد الباحث من خلال هذه الدراسة تكوين رؤية محدّدة تهتم بمشكلة إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال التعرّف على متطلّبات ومعوقات هذا التحويل والأبعاد والملابسات الاقتصادية والشرعية والقانونية المحيطة به، والتأكّد من مدى قدرة الهندسة المالية الإسلامية على إيجاد البدائل وابتكار الحلول لمشكلات السيولة وتكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر التي تعالجها الهندسة المالية التقليدية.

وقد توصّلت الدراسة إلى إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة في إطارها النظري، وتم تصميم أدوات إسلامية تفي بأغراض المستثمرين والمتح وطين لإدارة السيولة وتخفيض تكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر، ممّا ينعكس إيجابياً على الكفاءة الاقتصادية، كما توصّل الباحث إلى إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكا الشريعة الإسلامية.

8-دراسة محمد الأمين ولد عالي، بعنوان: "التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية(السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)"، سنة2010:

لغرض الإلمام بجوانب هذا الموضوع قام الباحث بدايةً بالتطرّق لموضوع مقاصد الشريعة وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية، وقام بعقد مقارنة بين السوق المالية في النظام الاقتصادي الربوي والسوق المالية الإسلامية موضّحًا أهم البدائل الشرعية، كما تطرّق لموضوع التنظير الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية، ومن ثمّ عالج موضوع التنظيم القانوني لإقامة السوق المالية الإسلامية، واختتم دراسته ببعض النتائج المستخلصة والتوصيات المقترحة.

المبحث الاول : الاسواق المالية الاسلامية

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

المطلب الثاني: المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية

المطلب الثالث : شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية

المبحث الاول : الاسواق المالية الاسلامية

تمهيد :

ان وجود الاسواق المالية والنقدية يعتبر اداة هامة لتوفير وتقديم المال للنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الاساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها الى مجالات الاستثمار المختلفة كما يمكنها ، التنبؤ بالمستقبل ، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة ونظرا للاهمية البالغة لهذه الاسواق في اقتصاديات الدول .

حيث تناول هذا المبحث :

المطلب الاول : مفهوم الاسواق المالية الاسلامية

المطلب الثاني : المبادئ التي تقوم عليها الاسواق المالية الاسلامية

المطلب الثالث : شروط اقامة سوق مالية اسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

نظراً للدور الحيوي والمهم الذي تضطلع به الأسواق المالية الإسلامية، خاصّة في دفع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، وقد وردت عدّة تعريفات تطرقت لحقيقة السوق المالية الإسلامية، ومن أهمها ما يلي :

1- سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراءا لمختلف الأوراق المالية، وتهدف الى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة.[1]

2- سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.[2]

في حين يرى البعض بأن السوق المالية الإسلامية هي "السوق التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية"[3]

و الأسواق المالية في عصرنا الحاضر عبارة عن تحقيق وسائل المقاصد الشرعية الخاصة بحفظ المال وتنميته ، وقد نص مجمع الفقه الإسلامي على أهمية الأسواق في توصيات الندوة الخاصة بالسوق المالية من الوجهة الإسلامية والمقامة في المغرب بقوله : " في ضوء ما هو مقرر في الشريعة من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات ، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأسواق وتنشيط استثمارها؛ فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة الإسلامية، وباعتبار ما يستتبعه[4]

---

[1] أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995 ، ص 24

[2] أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008 ، ص 19 .

[3] كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، السعودية: جامعة أم القرى2005،ص 2

[4] أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية"، مرجع سبق ذكره ، ص 21

هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء المال من حقوق دينية أو دنيوية". فالمجتمع البشري عامة والمسلمون خاصة بحاجة ماسة إلى الأسواق المالية وتنظيمها وضبطها لسد الحاجات العامة في الاستثمار.[1]

ومن خلال استعراضنا للمفاهيم المختلفة للسوق المالية الإسلامية، نجد أن السوق المالية الإسلامية تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية .وبناء على هذه التعريفات السابقة، فإنه يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها : 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 إسلامية مشروعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

المطلب الثاني: المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية

تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل باعتيبارها وصل بين الإدخار و الاستثمار وذلك من خلال اهمية عملية الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي ؛لأن الاستثمار عامل يسهم رفع إنتاجية العمل و زيادة الإمكانيات الإنتاجية، وهنا يبرز دور الأسواق المالية فري تجميع إدخرات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج و الدخل واستخدام القوى العاملة.[2]

ولقيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها:[3]

1. المنافسة الحرة والعادلة.

---

[1] محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات عمان الأردن ،دار النفائس الطبعة الثانية – 2009 .، ص 75

[2] عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن،
الطبعة الأولى 2004 ، ص 67 .

[3] برنامج أساليب الإستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية و التجارية، ص 74 ، الموقع الإلكتروني
www. Khrtoumstock.com. بتاريخ 22 / 09 / 2006

2. تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
3. توافر معلومات املة للمشترين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق
4. في الأسواق المعاصرة.
5. عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال.
6. العمل قدر المستطاع على تجنب "الوساطة" في المعاملات إلاّ إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق.
7. عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترجيح من حيث الوقت والمكان ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية لها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.

ويلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة ، ففي السوق الاقتصادية الإسلامية تترك الحرية لقوى السوق تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا ظهرت في السوق تأثيرات احتكارية يحتمل أن تؤدي إلى تشويه آلية التحديد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق.

المطلب الثالث : شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية

اولا : شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية.

هناك مجموعة مرن الشروط التي تضبط العمل في السوق المالية من أجل تحقيق أهداف الأسواق المالية الإسلامية منها:[1]

1. أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر القوانين و اللوائح التنظيمية التي تنظم و تدير نشاطالأسواق الثانوية و تراقبها و تفرض الأحكام التأديبية اللازمة مع الاستفادة ببعض القوانين و اللوائح المنظمة لبعض الدول إذا تم التأكد من عدم تعارضها مع قواعد الشريعة الإسلامية.

[1] كمال حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، موقع الفقه الإسلامي islamfeqh.com ، مرجع سابق

2. الإلتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وهو مبدأ إسلامي قديم معروف بالنسبة لأسواق السلع، وعلى ذلك لا يصرح فرض أية قيود تمنع حق ممارسة أعمال السمسرة أو البيع أو الشراء في السوق لأن هذا المبدأ يمنع قيام الاحتكارات والتكتلات وهو ما يؤدي إلى قيام المنافسة الحرة التي تعمل على إزالة الفجوة بين أسعار التبادل و القيم الحقيقية للأوراق المالية.

3. منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد الت د من خلوها من الربا و أنها لا تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين و الناس.

4. وجود قواعد و لوائح تنظيمية فيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة و الغش و الغبن و الغدر وحماية السوق من المضاربة السعرية غير الشرعية.

5. شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف المختلفة للسوق المالي.

6. منع التعامل الصوري و المضاربة على ارتفاع الأسعار و ذلك منع البيع الإئتماني.

إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال بهذه الشروط السابقة يحول دون استفادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، و يمنع الإحتكار و الغش و الخداع و يحصر التعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة وتنحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة ، فهو يهدف لأن يجعل الأسواق المالية عامل استقرار و أداة تنمية ووسيلة لتجميع المدخرات وتمويل المشاريع لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الإقتصادي و إحداث الانهيارات والأزمات المالية. والواقع أن المؤسسات الإسلامية ليست مطالبة فحسب ، شأنها شأن المؤسسات التقليدية ، بأن تتوخى الحيطة فيما يتعلق بمعايير الاستثمار بل إنها يجب عليها أن تتأكد أيضاً من عدم الإخلال في أي وقت من الأوقات بتعهدها بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولذا كان من الضروري القيام بمتابعة مستمرة لضمان الالتزام التام بالشريعة وتحمل مسئولياتها في هذا الصدد ومن هنا تخضع المؤسسات المالية الإسلامية لمراجعة إضافية من جانب هيئة الرقابة الشرعية فضلاً عن المراجعة العادية من جانب مراقبي الحسابات الخارجيين[1].

[1] عبدالرزاق خليل وعادل عاشور ، دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية ، مرجع سابق.

ثانيا الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالية الإسلامية

يجب أن تخضع أعمال الأسواق المالية الإسلامية لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية حتى تُؤتي أكلها ، وحتى تأتي عملياتها وفق أحكام الشرع الحنيف ، ويمكن تقسيم تلك الضوابط إلى قسمين:[1]

1. الضوابط الشرعية:

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

أ. أن تكون لها هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية.

ب. أن يكون لها جهاز تدقيق شرعي داخلي مهمته متابعة ومطابقة الأعمال والتعاملات الجارية مطابقتها للوائح المنصوص عليها في قانون التأسيس .

ج. كما يجب أن لا تقدم أساليب تمويل أو استثمار إلا في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل:الإجارة المنتهية بالتمليك، والصكوك الإسلامية، والمرابحة للآمر بالشراء،والتعامل بالاستصناع والاستصناع الموازي ، وغير ذلك من الأدوات المالية والمنتجات المقبولة شرعا والمتداولة عرفاً.

2. **الضوابط القانونية:**

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

د. أخذ الترخيص القانوني من البنك المر زي في نفس البلد .

هـ. أن تكون لها هيئة رقابة قانونية.

و. كما يجب قانونا أن تحصل السوق المالية الإسلامية على موافقة المصرف المر زي على كل المنتجات المالية والأدوات التي تستخدمها في مجال التمويل أو في مجال التداول والاستثمار ، وأن تسعى جاهدة لشرح أحكام هذه الأدوات وتوضيح أهميتها في مجال التمويل والاستثمار حتى تحصل على إجازتها والترخيص بمزاولتها ن خاصة أن بعض المصارف المركزية في الدول العربية والإسلامية غير محيطة ب

[1] محمد الأمين ولد عالي ، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية ، بيروت ، دار ابن حزم ، 2011 ، ص 388 .

عراف واساليب التمويل والاستثمار الإسلامية ، ومنها أحكام السواق المالية الإسلامية وعملياتها وتعاملاتها .

ز. أن تكون على اتصال دائم بالبنك المر زي التابعة له حتى يبقى على علم بكل التطورات الحاصلة، وحتى لا تتجاوز الصلاحيات والحدود الممنوحة لها قانونا .

وأخيرا، فإن هذه الضوابط الشرعية والقانونية تلعب دورا بير اً في تحسين أداء السوق المالي الإسلامي وتكسبه قدرة تنافسية عالية في مواجهة التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية العاصرة.

المطلب الرابع: مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية.

عُرّف السوق الكفء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين[1].

إن كفاءة السوق المالية تحددها توافر المعلومات وتوصيلها بسرعة وبأقل التكاليف إلى كافة المتعاملين في السوق بوقت واحد حتى لا يتميز مستثمر عن آخر بمعرفة المعلومات والاستفادة منها بشكل غير عادل، فمن يعلم أولاً يربح أولاً ومن يعلم أخيراً يخسر أولا.[2]

والمفهوم الاسلامي لكفاءة السوق المالية لا يتفق تماما مع المفهوم الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دورا حاسما في عملية تحريك الأموال [3] ؛ ذلك لأن المفهوم الاسلامي للكفاءة يأخذ بعين الاعتبار عدة مستويات أو مؤشرات يجب قياسها عند قياس الكفاءة ، ومن خلال هذه المؤشرات يمكن قياس مستوى كفاءة السوق المالية الإسلامية ومدى نجاحها وفعاليتها. حيث أن كفاءة الأسواق المالية

[1] 45 Fama، E. ،1970، Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work، Journal of Finance، 25، 383-417.

[2] رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان ، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية ، مرجع سابق.

[3] تاج الدين، سيف الدين) 1985 (، نحو نموذج إسلامي لسوق الاسهم،مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي، العدد 1 ، م 3

الإسلامية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية . وهذه المستويات أو المؤشرات هي:[1]

المؤشر الأول : المصداقية الشرعية ، وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقياس رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية الموثقة في قطاعات السوق قياسا إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة .

المؤشر الثاني : الكفاءة التجارية ، بحيث يقاس فيها ربحية قطاعات السوق المالية الإسلامية.

المؤشر الثالث : الكفاءة الاقتصادية ؛ بحيث يعد مقياس يقاس فيه أثر ما تم في السوق على الانتاج والدخل القومي والتضخم ، بحيث يتم الأخذ بالاعتبار قيم ومقاصد الاقتصاد الإسلامي والتي منها العدالة في توزيع الثروة.

المؤشر الرابع : الكفاءة المهنية ، وهو مقياس لمدى استجابة أطراف السوق لشروط إنشاء السوق التي تم استعراضها.

ولتتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن تتمتع هي نفسها بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها ل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات، ففي السوق الكفء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، وعليه يمكن الإطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفء للموارد الاقتصادية وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر.[2]

وفي النظرية المالية التقليدية، يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة بتحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة مطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل ، إلا أن كفاءة السوق المالية الإسلامية، نظرا لخصوصيتها الشرعية، يتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن يُطلق عليها اسم " الكفاءة الشرعية" وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:[3]

---

[1] رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان ،الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية ، مرجع سابق.

[2] منير الهندي، ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الإسكندرية: منش ة المعارف،) 1999 (، ص: 38

[3] رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان ،الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلاميةبحث مقدم للمشار ة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات .

1. كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية ":

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني بير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس افة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد بير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين

2. كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية ":

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق)* فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

3. الكفاءة الشرعية

ويقصد بها قدرة السوق على التزام قواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها، بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات. [1]

إن كفاءة السوق المالية الإسلامية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، وعند عدم تحقق الكفاءة في السوق سيؤدي ذلك إلى حدوث العكس،

[1] سليمان السكران،ماذا ينتظر سوق الأسهم ليستقيمو، المجلة الإقتصادية، 03 / 02 / 2013 ،الموقع:
http://www.aleqt.com/2013/02/03/article_729302.html

أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر هذه السوق. وإن تحقق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق الشروط المذكورة سابقا. وخير دليل على ما نقول هي أوضاع الأسواق المالية العربية التي تعاني أغلبها من ضعف كفاءة أسواقها، حيث أثبتت الدراسات أن سوق الأسهم السعودي حقق نسبة أداء ضعيفة جعلته أقل نموا بكثير عن نمو الاقتصاد السعودي، ليصبح في النهاية عبئا على الاقتصاد، وواحدا من منافذ تسرب الأموال وعدم توظيفها بما يحقق النمو الاقتصادي.

إن وجود أسواق مالية إسلامية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، اذ أنها ستخفض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة وتخفض من درجة الخطر المالي، وتوفر أدوات مالية شرعية تساعد على تكوين الادخار وتساهم في رفع كفاءة الإدارات باتجاه زيادة الأرباح وتسريع معدلات النمو الاقتصادي[1]

[1] FRASER D، R&P .S، Rose، 1987،"Financial Institutions and Market in a Changing World"، Business. Pub. Inc، Tara's، pp.590:593

المبحث الثاني: سوق الاوراق المالية

المبحث الأول: سوق الاوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم الأسوق المالية:

المطلب الثاني : مفهوم سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث أهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي:

المطلب الرابع: تحديات سوق المالي

المبحث الثاني : سوق الاوراق المالية

تمهيد

لقد حضي موضوع سوق الأوراق المالية اهتماما كبيرا من قبل الدول المتقدمة والنامية على حد سوى في هذه السنوات الأخيرة ،ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى الاستثمارات .كما أنها تعد المحور الرئيسي للنمو الاقتصادي لأي دولة حيث يرتبط التطور الاقتصادي إلى وجود أسواق الأوراق المالية متطور . من خلال تزايد الأوراق المالية وتنوعها و عدد الشركات المدرجة وإقبال الجمهور عليها لزيادة كفاءتها سوق.

ولهذا قامت الدول النامية الى انشاء سوق اوراق مالية لانعاش الاقتصاد الوطني والاستفادة من الأليات الموجودة بها واهمها توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة ، الا انها لا تزال هذه الاسواق تعاني من عدة صعوبات حالة بينها وبين تحقيق الاهداف المنتظرة منها.

وتهدف دراسة هذا المبحث الى القاء الضوء الى سوق الاوراق المالية الى خمسة محاور:

1- مفهوم سوق الاوراق المالية .

2- اهمية سوق الاوراق المالية .

3- الاسباب التي تدعو الى انشاء سوق مالي .

4- تحديات السوق المالي .

المطلب الأول: مفهوم الأسوق المالية:

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة و الآخر منتج لهذه الخدمة .

فأسواق المال إذن هي آلية انتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات و المقترضين الراغبين في توظيف هذه الأموال في شكل استثمارات مختلفة ، فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر وتحويلها إلى أيدي المقترضين و الذين تتجاوز احتياجاتهم للأموال بمقدار ما يمتلكونه منها ، و هي قنوات يستطيع من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخولهم وضعها تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخولهم[1] . و يمكن كذلك أن يعرف سوق المال بأنه السوق الذي يتضمن جميع الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، إذن فهو ليس ذلك المفهوم الضيق الذي يطلق على سوق الأوراق المالية أو البورصات فقط بل يتعداه إلى كل المؤسسات المتدخلة فيه[2] .

وتعرف السوق المالية على أنها: "سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية اللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملائمة تشريعات الاستثمار.[3]

ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية:

- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان ،" المشتقات المالية "، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر ،الطبعة الأولى،ص40

[2] عبد الغفار حنفي و آخرون،" الأسواق المالية "، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر،طبعة2006،ص30

[3] حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000 ،ص25

• من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسطاء و المؤسسات المالية و قنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات الاتصال بين البائعين و المشترين .

• سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أحد أهم أجهزة السوق المالي ، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة، و إجراء التعامل بالأوراق المالية المناسبة من خلال توفر شروط محددة ، و وفقا لقواعد ونظم محددة.

المطلب الثاني : مفهوم سوق الأوراق المالية

تمثل البيئة أو الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في الاقتصاد والمجتمع الذي تعمل فيه، فهي بمثابة الشرايين التي تغذي عروق الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة لاستمرارية عمله بشكل سليم، وكلما كانت هذه الشرايين واسعة سليمة، كان الاقتصاد الوطني بعيدا عن حدوث الأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تلحق به و تعيقه عن التقدم بل إن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي، بما يزيد عن تقدم البلد ورفاهية مواطنيه. إن الهدف الأساسي لوجود أسواق الأوراق المالية يتمثل في حاجة الشركات المدرجة إلى مصادر متنوعة للتمويل، والتي منها إصدار الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين وحقوق الملكية ومشتقاتها، وحاجة المستثمرين إلى وسائل تمكنهم من تداول تلك الأدوات وإعادة بيعها على شكل أوراق مالية قابلة للتداول[1] .

وتشكل أسواق الأوراق المالية حلقة وصل بين أصحاب المدخرات المستثمرين وأصحاب الفرص الاستثمارية (الشركات) على وفق منظومة مكونات تلبي أهداف الأطراف كافة، فأسواق المال قادرة على نقل الأموال من الأطراف التي يتوافر لديها فائض إلى الأطراف التي تبحث عن تمويل لإنجاز مشاريعها.

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد كسوق الأسهم والسندات وسوق رأس المال والسوق المالية عندما تذكر دون تحديد، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على

[1] د. عبد الله غالم والاستاذ عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، اقسامها).

سوق الأوراق المالية اسم **بورصة الأوراق المالية**. وقبل أن نعرف سوق الأوراق المالية نبدأ بتعريف مصطلحات ذات صلة بها وهي: السوق، الأوراق، المال[1] .

1- **السوق** :**Maeket** للسوق في اللغة معان متعددة منها: موضع البياعات، قال ابن سيده: السوق التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث[2] . وسوق حدو الشيء، يقال ساقه يسوقه سوقا: وهذا لما يساق إليها من كل شيء البضائع...، والجمع أسواق وسوق، وإنما سميت بذلك لأن الماشي يساق عليها[3] كما جاء بهذا المعنى في قوله تعالى «**وقالو مال هذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق لولا أنزل إليه ملك فيكون معه نذيرا(٧)» [سورة الفرقان– الآية 7]**.

2- **الأوراق**: **papers**والورق المال من دراهم ولابل وغير ذلك. والوراق أو أوراق فلان: أي أكثر ماله أو دراهم[4]، وقال ابن سيده: الورق المال من الابل والغنم، وفي الصحاح: الورق كدراهم المضروبة، الورق والرقة: الدراهم خاصة الوُرقُ، الفضة كانت مضروبة كدراهم ورجل اوراق كثير الدراهم[5] .

3- **المال** :**Money**وهو من مصدر مول، والمال معروف ما ملكته من جميع الاشياء، قال ابن كثير المال في الاصل ما يملك من الذهب والفضة يطلق العرب على الابل[6] .

المال: كل ما يملكه الفرد او تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو منافع اعيان وجمعها أموال[7] . ويطلق رجال الاعمال المال على النقود او ما يقوم مقامها مثل الاوراق التجارية. ويعرفه اخرون بأنه الثروة التي تغلو لصاحبها دخلا.

---

[1] شعبان محمد اسلام البرواري بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2003،ص 32_33.

[2] ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، مورنيش النيل، القاهرة، مصر، مجموعة 3،ص2154.

[3] ابن الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة 4،بيروت، لبنان، 1979،الجزء 3، ص 117.

[4] مجمع اللغة العربية المصري– المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة 4،القاهرة، مصر، 2004،ص1026.

[5] ابن منظور، المرجع سابق، ص: مج6/ص4815.ص4817

[6] ابن منظور، المرجع السابق ص مج6/ص4300-4301.

[7] مجمع اللغة العربية المصري، المرجع السابق، ص892.

4- **الأوراق المالية securities** : الورقة المالية في الاصطلاح هي صك او مستند يعطي لحامله او صاحبه الحق في الحصول على عائد محدد او غير محدد مسبقا، كما انها تضمن حق اصحابها في استرداد القيمة الأصلية الاسمية للورقة في نهاية مده معينه، أو الحق في الحصول على جزء من الاصول المالية المقابلة في ظروف معينه، وكذلك حق تصرف في الورقة ذاتها في اي وقت بمعنى قابليتها للتداول بالبيع والشراء[1] . أو هي عباره عن مستند مالي يعطي حامله الحق المالي في الحصول على تدفقات نقدية مستقيله[2] .

5- **سوق الأوراق المالية stock Maeket**: لقد تعدد التعريفات اسواق الاوراق المالية ولعل من ابرز هذه التعاريف:

أ- كما يطلق في بعض الاحيان على سوق الاوراق المالية بمصطلح البورصة، ويطلق عليها ايضا بالسوق المالية اذا سميت بدون تحديد وفي هذه الحالة تكون السوق المالية بصدد مفهومها الضيق. وتتكون سوق الاوراق المالية من سوقين رئيسين هما السوق الاولية والسوق الثانوية، بحيث لا تقل درجه اهميه الاولى عن الثانية. فضلا عن هذه الأهمية فان كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي الى حشد المدخرات ثم ضخها في التمويل طويل الاجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى[3]

ب- سوق الاوراق المالية عباره عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع من الاوراق أو لأصل مالي معين[4] .

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاسلامية، دار النفائس لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013،ص109.

[2] أسامة عبد الخالق الأنصاري، الادارة المالية، سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والبنوك، مصر، ص63.

[3] بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة الى حالة بورصة تونس، رسالة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011، ص18

[4] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (اسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، جامعة الاسكندرية، مصر، 2001، ص37.

ت–هي سوق منظمه تقام في مكان ثابت، يتولى ادارتها والاشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين واعراف وتقاليد، يؤمنها المتعاملون في الاسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدون الاستفادة من تقلبات الاسعار. تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين[1] .

لذا يتشكل اي سوق مالي منظم من اربع جهات رئيسية في مجموع الاطراف ذات العلاقة بالسوق وهي هيئة سوق المالية، المستثمرين، وسوق راس المال. ومن التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الاوراق المالية هي سوق منظمه لتداول بالأوراق المالية (الاسهم، والسندات) بيعا وشراء، حيث تساهم في انتقال الاصول المالية مباشره من الوحدات ذات الفائض (أفراد ومؤسسات الاعمال وقطاعات اخرى) الى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي. ويتم تداول هذه الاصول المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين (الوسطاء) في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم كل طرف من أطراف التعاقد في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الاشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح في مكان ثابته معلوم.

أما Madura يرى أنّ السوق المالية هي "المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسّسات المالية يه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسّسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي"[2]

[1] عبد الله محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان– الاردن، خلال 15-16-17- مارس 2005، ص40

[2] Jeff Madura، " Financial institution and markets" ، Seventh edition، Thomson، south- western، 2006، p: 02.

المطلب الثاني: الأسباب التي أدت إلى نشأة و تطور السوق المالي:

ساعدت عوامل كثيرة على نشوء و تطور الأسواق المالية و زيادة أهميتها و منها ما يأتي:[1]

أ. توفر قدر أكبر من الدخول القومية و الفردية ، و الذي أتاح قدر أكبر من الادخارات نتيجة حالة التطور في الدول المتقدمة ، و نتيجة الارتفاع الملموس في الدخول في الدول النامية رغم تطورها النسبي والمحدود ، و هذا أدى في النهاية إلى حاجة أكبر لاستخدام هذه الادخارات و التي تحقق بقدر أوسع من أجل تحقيق عائد مقابل ذلك عن طريق استخدامها في أسواق رأس المال والأسواق النقدية.

ب. محدودية مجالات استخدام الموارد المالية سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية ، رغم الاختلاف في أسباب هذه المحدودية و هو الأمر الذي اقتضى البحث عن مجالات إضافية و بديلة لاستخدام هذه الموارد المالية في السوق المالي، حيث نجد أن الدول المتقدمة تتوفر على بنية تحتية مهمة من طرق ، سدود، مرافق أخرى و غيرها ، لهذا فإنها لا تحتاج إلى الأموال الفائضة لديها للاستخدام في هذا المجال بل تبحث لها عن استخدامات أخرى سواء داخل هذه البلدان أو خارجها في الدول النامية ، بينما بالنسبة للدول النامية الأمر يختلف حيث أن محدودية استخدام الموارد المالية فيها رغم حاجتها الماسة لمثل هذه الموارد يرتبط بضعف قدرتها على مثل هذا الاستخدام في المجالات الواسعة سواء في تمويل إقامة مشاريع إنتاجية أو مشاريع البنى التحتية.

ج. الحجوم الكبيرة و الضخمة للمشروعات في الوقت الحاضر و بالذات المساهمة منها ، و التي يرافقها عادة استخدام واسع للتكنلوجيا المتطورة ذات الكثافة الرأسمالية العالية ، وكلها عوامل تؤدي إلى زيادة حاجة مثل هذه المشروعات إلى الموارد المالية الضخمة ، و التي تعتمد في توفير بعضها على ما يتاح من موارد مالية في الأسواق المالية و بذلك يسهم هذا الأمر في توسيع عمل الأسواق هذه و تطورها.

إضافة إلى العوامل التي سبق ذكرها توجد عوامل أخرى تتمثل في[2] .

د. حدوث انقلاب صناعي في أوروبا و تحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير فظهرت الحاجة الماسة إلى الكمية الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات .

---

[1] فليح حسن خلف ،" الأسواق المالية و النقدية "، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان ، الأردن،طبعة2006،ص13

[1] شعبان محمد إسلام البرواري،"بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"،دارالفكر المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى2000،ص34

هـ. إنشاء المدن إثر الثورة الصناعية و ازدحامها بالسكان احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية فاقتضى ذلك وجود سوق عالمي للإتجار في الحاصلات الزراعية فنشأ فريق من التجار سمو بالمضاربين ، و فريق آخر من تجار الجملة فنشأت البورصات لتكون الملتقى و المنظم لتلك المعاملات بين الفريقين .

و. لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية ، و البحث عن أسواق لصرف منتجاتهم .

ز. لجوء الشركات إلى الاقتراض ، و تقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهن يمكن أن تباع في أي وقت ، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها .

إذن و من خلال هذه العوامل و أخرى تم إنشاء السوق المالية بشقيها النقدي و رأس المال ، لكن في بداية نشأتها كانت أسواق ضيقة و تعاملاتها محدودة لكن مع توفر عوامل أخرى مساعدة تطورت السوق المالية و ازدهرت مع مرور الزمن و ذلك من خلال :[1]

ح. زيادة عدد المؤسسات المالية الوسطية ، و زيادة درجة تنوعها و حجومها و التي تتولى مهمة الوساطة بين المدخرين و المستثمرين ، و ما يتوفر لديها من موارد مالية ضخمة تسهم في توسيع عمل السوق المالي عن طريق معاملاتها الضخمة في هذه الأسواق عن طريق عمليتي العرض و الطلب.

ط. تطور الوسائل و الأدوات التي يتم استخدامها في الأسواق المالية ، و بشكل يتزايد و يتنوع إلى حد كبير و باستمرار ، حتى توفر هذه الأسواق للمدخرين مجالات عديدة لاستخدام مدخراتهم عن طريق استثمارها فيها ، و هو الأمر الذي يسهم في تطورها.

ي. الخدمات المتعددة و المتنوعة التي توفرها أدوات رأس المال ، و الأسواق النقدية للمتعاملين فيها و التي تتسع و تتطور باستمرار و بالذات من خلال تنظيم عمل هذه الأسواق ، و التطور في وسائل الاتصال ، و في نظم المعلومات التي توفر لكل المتعاملين المعلومات الكافية التي تشجعهم على التعامل فيها ، وهو ما يسهم بالضرورة في تطوير الأسواق المالية .

[1] فليح حسن خلف، ،"الأسواق المالية و النقدية "، مرجع سبق ذكره، ص:14

ك. الحوافز التي تقدم للمتعاملين في هذه الأسواق من خلال قيامها بعملها عن طريق الوسطاء والفنيين و الخبراء من خلال محاولة تدنية الخطر و زيادة العائد[1] .

ل. الاتجاهات الحديثة و التي تتضمن الحد من القيود و الإجراءات و القوانين التي تعيق عمل هذه الأسواق ، و التوجه نحو الأخذ بقوانين تدفع نحو التوسع في التعامل بهذه الأسواق مثل حرية تحويل الأموال و غيرها .

م. ترابط اقتصاديات دول العالم عموما و زيادة العلاقات الاقتصادية فيما بينها و التي من بينها حرية حركة رؤوس الأموال و انتقالها بين الدول عن طريق إلغاء القيود التي تحد من هذه الحركة ، وما يساهم في تعاملات واسعة في الأسواق من خارج حدود الدولة التي توجد فيها هذه الأسواق بحيث تضاف هذه التعاملات إلى التعاملات المحلية فيها ، و هذا الشكل يؤدي إلى تطور لافت فيها[2]

ومن خلال ما سبق يمكن وضع تصور يبين المراحل التي نشأت و تطورت من خلالها الأسواق المالية كما يلي:[3]

المرحلة الأولى : و هي المرحلة التي تمثل بدايات مراحل تطور السوق المالي ، حيث نجد أن عدد محدود من البنوك الخاصة و الصيارفة و ارتباط وجودهم مع تحقيق إرتفاع نسبي في الدخول أتاح ارتفاع نسبي في الادخارات التي أتاحت الاستثمار في عدد من المشروعات التجارية و العقارية ، وزيادة حجم هذه المشروعات الذي يستدعي توجهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها ، و التوسع في هذا العمل .

المرحلة الثانية : هي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الأولى ، و المتمثل بظهور بعض البنوك و الذي فرض الحاجة إلى ظهور السلطات النقدية و المركزية من اجل العمل على

[1] التميمي رشيد، وسلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة لنشر، عمان، الطبعة الاولى، 2002، ص15.

[2] المنذري سليمان، الأسواق العربية لرأس المال، دار الرازي، بيروت، الطبعة الاولى، 1987.

[3] مرجع سابق: ص-ص:18-20

تنظيم عمل المصارف التجارية و السيطرة عليها و توجيهها في هذه المرحلة ، هنا تم إضافة أعمال و نشاطات أخرى للبنوك التجارية منها خصم الأوراق التجارية ومنح القروض و التسهيلات.

المرحلة الثالثة : و هي المرحلة التي ارتبطت بتطور النشاطات الاقتصادية عموما ، و الإنتاجية منها خصوصا و بالذات تلك التي تحتاج إلى تمويل متوسط و طويل الأجل ، و هذا أدى إلى ظهور المصارف المتخصصة و التي توفر هذا النوع من التمويل للمشروعات التي تنوعت و اتسعت.

المرحلة الرابعة : و هي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الاقتصادي عموما ، و بالتطور الذي حصل في أسواق المال خاصة من خلال تنوع الأدوات المالية المتداولة بها ، و هو الأمر الذي سهل ارتباط السوق النقدي بالسوق المالي[1]

المرحلة الخامسة : و هي المرحلة التي تضمنت التطور الأكبر في الأسواق المالية من خلال تطور عمل هذه الأسواق حيث تم الدمج بين سوق رأس المال و السوق النقدي حيث أصبحت كأنها سوق واحدة ، كذلك تميزت هذه المرحلة بزيادة اندماج الأسواق المالية المحلية بالدولية نتيجة زيادة العلاقات الاقتصادية ما بين الدول و زيادة ارتباط السوق بعضه ببعض خاصة بعد ظهور البورصات العالمية واتساع عملياتها عددا و حجما .

المطلب الثالث أهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

[1] معروف هوشيار، الاستثمارات والاسواق المالية، عمان– الاردن، دار صفاء لنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2003.

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفؤة.

ن. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع العملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي.

- .المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حدٍ سواء.
- تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
- .تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها1
- تحقق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الإنفاق الاستهلاكي حاليا رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقا ، و كذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعة من أجل زيادة أرباحهم و كذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات.
- . تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات و الحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية.
- ربط الأسواق المالية للنشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل ، و هكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة و التي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية[2] .

[1] بتال، احمد حسين، محاضرات في الأسواق المالية (نسخة الكترونية) ،كلية المعارف الجامعية، 2004، ص04.

[2] : هوشيار معروف،" الاستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للناشر، عمان ، الأردن، طبعة 2009، ص:84

مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الرابع: تحديات سوق المالي

تقوم منهجية بناء نموذج السوق المالي الاسلامي على استراتيجية متعددة المحاور ، فهي تستفيد من تجربة عمل الاسواق المالية العالمية بكل جوانبها اعتبارها رصيدا حضاريا انسانيا مشتركا ،وذلك من خلال تحديد العناصر التي لا يقوم السوق المالي الا بها ، ومن ثم السعي لبناء صيغ اسلامية بديلة لها كلما كانت هذه العناصر تخالف احكام الشريعة الاسلامية ،وذلك يستدعي تطوير الاوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل واستحداث عناصر اخرى تقع كلها في دائرة الحلال .

1-المنهج الاسلامي لتطوير الاوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل:

ان الادوات المالية التي يتم العمل بها في الاسواق المالية حاليا تتمثل بنوعين اساسيين هما: الاسهم والسندات ،بالإضافة الى اشتقاق ادوات مالية قابلة لتداول من عقود مستقبلة مختلفة حيث يمثل توفر وتنوع وفعالية البدائل ومستحدثاتها في مجال الادوات المالية الاسلامية اكبر التحديات التي توحه السوق المالي الإسلامي .

1-1-**الاسهم** : اهي صكوك متساوية القيمة غير قابلة لتجزئة وقابلة لتداول بطرق التجارية ،وتمثل حقوق المساهمة في الشركات التي اسهموا في راس مالها[1] وتتقسم الاسهم الى قسمين عادية وممتازة .

[1] وهبة الزحيلي ،المعاملات المالية المعاصرة ،دمشق ،دار الفكر،2002، ص362 .

أ–الاسهم العادية: الاسهم العادية لا تخول لحاملها اي جق ذي طبيعة خاصة ،ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الاسهم سواء عند توزيع ارباح الشركة او عند قسمة صافي موجوداتها ،او عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين ،والوجبات لذا فقد ذهب الفقهاء المعاصرين الى جوازها بشرط[1] :

– ان يكون هذا الاصدار (السهم) يمثل نشاط شركة لا تعمل في مجال المحرمات او التي يختلط فيها الحلال بحرام .

–ان لا يقع في تداول الاسهم بيع غير مشروع مثل :بيع ما ليس عندك ،بيع الغرر ،بيع سهم بدون حيازته فعلا .

– لا يحمل موضوع التعامل بهذا النوع من الاسهم اي ضمانات ،فيما يخص قيمته السوقية عند حد معين او التعويض في حالة خسارة الشركة ،وكل ذلك يدخل في مجال ربا المحرم .

ب–**الاسهم الممتازة:** هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها بأفضلية فيها يختص بالأرباح الموزعة ،حيث ينص عادة على ان تحظى هذه الاسهم بنسبة محددة سلفا من قيمتها الاسمية ،قبل ان توزع الارباح على الاسهم العادية ،كما تعطى الاسهم الممتازة احيانا افضلية خاصة عند توزيع اصول الشركة بعد حلها[2] . ولا يجيز الفقهاء الأسهم الممتازة التي تتمتع بضمان لقيمتها عند الاسترداد أو ضمان لأرباحها ، ففي ذلك إخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء في الربح وتحمل الخسارة والتي أوجبها الفقهاء بالإجماع ، فالامتياز ينصب فقط على المسائل الإدارية والإجرائية .

بالإضافة إلى ذلك فإن الأسهم بنوعيها العادي والممتاز قد تكون إسمية أو لحاملها ،فيذهب بعض الفقهاء إلى ضرورة إبعاد هذه الأخيرة من التداول في السوق المالي حفاظا على الحقوق ، وتجنب النزاعات عند عدم كتابة اسم صاحب السهم ، وهو ما تعمل به في بعض البورصات

[1] مصطفى حسين سلمان ، المعاملات المالية في الاسلام ، عمان ،دار المستقبل للنشر والتوزيع،1990/1410، ص86.

[2] معبد علي الجارحي ،الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، الإدارة المالية في الإسلام ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ،عمان، الجزء الأول ،1989،ص112.

العربية الإسلامية مثل مصر، سوريا ، والكويت[1]، فيما لم يعارض البعض الآخر من الفقهاء على تداول الأسهم لحاملها في السوق المالي الإسلامي ما دامت تمثل حصة شائعة من موجودات الشركة[2].

ويمكن القول فيهذا المجال بأن النظام المالي والاقتصادي الإسلامي يوفر كل الوسائل والإمكانيات لحماية الأطراف المتعاملة في هذه السوق ، بما يطهرها ويجعلها مثال للنشاط المالي القويم[3] .

1-2-السندات :

السندات جمع سند، والسند :صك مالي قابل لتداول يمنح للمكتب لقاء المبالغ التي اقرضها ،ويخوله استعادة مبلغ القرض علاوة على الفوائد المستحقة، وذلك بحلول اجله وبعبارة اخرى ،السند :تعهد مكتوب بمبلغ من الدين (القرض) لحامله في تاريخ معين ،نظير فائدة مقدرة ،وتصدره الشركة او الحكومة وفروعها بالاكتتاب العام[4] . وبناءا على خصائص السند وتكييفه الفقهي على انه قرض بفائدة على شركة المصدرة ،وحيث ان ذلك يدخل ضمن الربا الحرام ،فهي محرمة رعا من حيث الاصدار والتداول او الشراء ،مهما اختلفت في اشكالها وتسمياتها ،والجهة المصدرة لها .

ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع ضوابط الشرعية بسبل شتى منها[5]:

-الغاء الفائدة الثابتة وتحويلها الى صكوك استثمارية ومشاركة في الرح والخسارة وتخضع الى قاعدة الغنم بالغرم.

-الغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء.

- تحويل السندات الى اسهم عادية.

---

[1] علي محي الدين القرة داغي ، الأسواق المالية في ميزان الفقه الاسلامي ،الاقتصاد الاسلامي ، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ،العدد 133، ذو الحجة 1412، يونيو 1992،ص29.

[2] مجلة الاقتصاد الإسلامي ، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، العدد 137 ، ربيع الثاني 1413،أكتوبر 1992 ، ص6 .

[3] شعبان محمد إسلام البرواري ،بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ،دمشق ، دار الفكر ،2001، ص87-88(القرض)لجامل

[4] وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 364.

[5] حسين حسن شحاته وعطية فياض، مرجع سابق، ص 69.

ومن البدائل للسندات المحرمة –اصدار او شراء او تداولا –السندات او الصكوك القائمة على اساس المضاربة لمشرع او نشاط استثماري معين ،بحيث لا تكون لمالكيها فائدة او نفع مقطوع ،وانما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكونه من هذه السندات او الصكوك ولا ينالون هذا الربح الا اذا تحقق فعلا[1] . ولقد اجتهد الفقهاء والمختصون في مجال الاسواق المالية الاسلامية في اقتراح البدائل الاسلامية للأوراق المالية المحرمة تداولها في السوق المالي الاسلامي ،واستحثوا اوراقا جديدة، بالرغم من محدودية الاسواق المالية الاسلامية المنظمة لتداولها .

1-3- سندات المقارضة (صكوك المقارضة أو المضاربة):

وتعرف سندات المقاوضة (صكوك المقاوضة او المضاربة) بانها الوثائق الموجدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على الشيوع، المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئيا على السداد التام[2] ولقد طبقت هذه السندات في المؤسسات المالية الإسلامية مثل: البنك الإسلامي الأردني، الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي بالشارقة (الإمارات)، كما قامت وزارة الأوقاف الأردنية بإصدار سندات المقارضة بموجب القانون رقم: 10 لسنة 1981، وذلك لمساعدة هذه الجهة (الوقف) على تحقيق الأهداف المقصودة من هذا النظام الإسلامي[3] .

وتوجد حاليا نماذج متعددة لشهادات المقارضة – المضاربة – كشهادات الودائع الاستثمار التي يصدرها بيت التمويل الكويتي وشهادات ودائع الاستثمار التي تصدرها البنوك السودانية...إلخ[4] . وبوجه عام لابد أن يتوافر في الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة العناصر التالية[5] :

---

[1] مجمع الفقه الاسلامي، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي للدورات من 1-10،دمشق، دار القلم، ط2، 1418/1998،ص127.

[2] محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي، عمان دار النفائس، ط3، 1999/1419، ص230.

[3] مجلة الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 77،ربيع الثاني 1408/ديسمبر 1987، ص33.

[4] عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا اسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003،ص 351.

[5] شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق ص 158.

. أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله.
. أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة.
. أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب.
. أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بقدر ما يسهم به من شراء بعض الصكوك.

1-4- **صكوك الاستثمار الشرعية:** صكوك الاستثمار الشرعية هي صكوك تخول لحاملها الحصول على حق الإشراك في الأرباح والخسائر، في حدود ما قدموه من أموال، ويستحق حاملوها عائدا دوريا تحت حساب الأرباح، لكنهم لا يشتركون في إدارة الشركة، فهم ليسوا دائنين للشركة (كما في السندات)[1] وبالتالي فإصدار هذه الصكوك وتداولها أمر جائر شرعا، ويشترط توظيف أموالها في أنشطة شرعية[2] .

1-5- **صكوك المشاركة:** صكوك المشاركة تختلف عن صكوك المضاربة، في حق صاحبها في المشاركة في الإدارة، ويمكن إصدار سندات أو صكوك المشاركة على عدة صور منها:

. صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح (سندات المشاركة الدائمة).

. صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة، ولها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدريج، والمستردة خلال زمن محدود والمنتهية بالتمليك.

ولقد استعملت باكستان هذا النوع من السندات، بعد أن قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي سنة 1981.

1-6- سندات الإجارة: سندات الإجارة هي صكوك تقوم على أساس تحول الأعيان والخدمات والمنافع ذات العلاقة بعقد الإجارة الشرعي إلى أوراق مالية أو سندات. ويمكن تعريف سندات

[1] أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية في النظرية والتطبيق، القاهرة، دار السلام، 2004،ص 177.
[2] محمد محمود المكاوي، التمويل المصرفي الاسلامي، مصر، جامعة المنصورة، 2004،ص 151.

الإجارة على أنها صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات، تدر إيرادا، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية[1] . ويتم إصدار سندات الإجارة في أسواق رأس المال لاستقطاب الودائع من أجل تطوير مشاريع البنية التحتية في تمويل طويل الأجل. وهي قابلة للتداول بشكل عام كما يمكن تداولها في الأسواق الثانوية.

وتتمتع هذه السندات بخصائص مهمة منها: ثبات العائد، وقابليتها للتداول، وقلة المخاطر، وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالية، ومرونتها العالية حيث يمكن إصدارها بآجال متعددة، ولأعيان متنوعة، متفرقة آحادا أو مجموعة في زمر[2]. كما يتم إصدار سندات الإجارة من البنك الإسلامي لشراء معدات أو عقارات ثم تأجيرها، لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل حملة هذه السندات. ويتم إصدارها على نوعين[3] :

. **سندات الإيجار الثابتة:** وهي تمثل الإيجار المستمر ،حيث يقوم البنك الإسلامي بإصدار هذه السندات ثم يشتري بأموال الاكتتاب فيها عقارات، مثلا ويقوم بتأجيرها لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه السندات بصفتهم مالكي هذا العقار.

. **سندات الإيجار المتناقصة:** ويتم إصدارها بالشكل السابق ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي.

1-7- سندات الاستصناع:الاستصناع أحد أدوات الاستثمار الناجحة قصيرة الأجل. يعرف بأنه عقد يشترى به شيء مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف

[1] منذ قحف، سندات الاجارة والاعيان المؤجرة، جدة، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، 1995/1415، ص37.

[2] منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر اسلامية، جدة، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، 1997/1417، ص42.

[3] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الاجل للبنوك الاسلامية، الجزائر، جمعية التراث، غرداية، 2002/1423، ص360.

معينة، وبثمن محدد يدفع عند التعاقد، أو بعد التسليم، أو عند أجل محدد. وقد انتشر انتشارا واسعا في العصر الحديث، فلم يقتصر على الصناعة البسيطة العادية، بل استفيد منه في تقديم صناعات متطورة حديثة، كصناعة الطائرات والبواخر والقطارات وغيرها، بل أصبح أداة مهمة في تشييد المباني والجامعات والمستشفيات ونحوها، مما يمكن ضبطه بالمقاييس والمواصفات المتنوعة. ويغطي عقد الاستصناع نشاط المقاولات. وقد استطاعت البنوك الإسلامية اعتماد الاستصناع كأداة استثمار ومجالا لتمويل الحاجات العامة، والمصالح الحيوية والنهوض بأنشطة الاقتصاد الإسلامي[1] .

ويمكن تحويل عقود الاستصناع إلى سندات ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من لمعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجيا خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل وظهرت تجاربه في استثمارات البنوك الإسلامية الخليجية منها على وجه الخصوص[2] .

1-8- أوراق أخرى يمكن تداولها في السوق المالي الإسلامي والتكييف الشرعي لها:

إن من أهم ما يقترحه الخبراء والفقهاء من الأوراق المالية البديلة للسندات الربوية ما يلي:

أ . سندات المرابحة: وهي التي تخصص لتمويل عمليات المرابحة، إلا أنها تعتبر ذات طابع قصير الأجل، وتداولها في السوق المالي الإسلامي محدودا، إلا عند الحاجة للسيولة، أو تغير آجال التعامل بها على المدى الطويل.

ب . سندات السلم: وهي التي تخصص أموالها كرأس مال لعمليات السلم، ويشترط فيها، أن لا يكون المسلم فيه مواد استهلاكية، وإذا اضطر حامل السند أن يبيعه إلى الدولة (الجهة المصدرة) فيجب أن لا يكون ذلك بسعر أعلى. وهي أداة مالية بديلة لسندات الخزينة، تطرحها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها، ومثلها مثل سندات القرض الحسن،

[1] وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص308.

[2] محمد عبد الكريم زعير، الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الاسلامية، الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 216، ص 16.

ولكن تداولها في السواق المالي الإسلامي، إلا أنها ذات آجل استحقاق قصيرة، تصدرها الدولة إلا في الحالات الضرورية.

2- منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية:

إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعا، وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها فيها، ويتعلق الأمر بعمليات السمسرة، وأوامر البورصة، وتسعير الأوراق المتداولة وتنفيذ وتسوية الصفقات، وسداد قيمها ،..الخ.

وبالإضافة إلى ذلك، فقد قام رجال الفقه المعاصرين بدراسة الأوراق المالية السائدة في الأسواق على أساس القواعد الشرعية، فاستبعدوا منها كل ما هو مرتبط بنظام الفائدة (بشكل مباشر وغير مباشر)، وأجازوا منها ما كان قائما على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة، وبشرط أن يكون النشاط الممول عن طريق الأوراق المالية حلالا[1].

2-1- في مجال الوساطة في السوق المالي الإسلامي (دور سماسرة الأوراق المالية):

السمسار هو سيط حر[2] لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة (المبلغ، الأجل، وعمليات التنفيذ)، على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله، تحدد من قيمة الصفقة، والسمسار هنا قام بدور الوكيل في عملية إبرام الصفقة (عملية البيع والشراء)، فلا يظهر اسمه في هذه الأخيرة، بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

2-2- في مجال أوامر البورصة في السوق المالي الإسلامي:

إن عملية الوساطة (السمسرة) السابقة تقوم أساسا على تنفيذ محتوى الصفقة بأمر من العميل،(سواء ما تعلق منها بالشراء او البيع) مع تحديد طريقة التنفيذ للسمسار بكل وضوح(من حيث الكمية، الأجل، والسعر...)، وقد يترك الأمر إلى السمسار حسب ما يراه ملائم، ويراعي في ذلك دائما الحفاظ على

[1] عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سابق، ص 357.

[2] محمد بشير علية، القاموس الاقتصادي، بيروت، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 1985،ص 67.

مصلحة موكله(العميل)[1]. وهذه العملية (الأوامر) إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية، على شرط أن يكون هذا التوكيل (تنفيذ الأمر)، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله، يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعا.

2-3- تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي:

نظام التسعير للأوراق المالية في السوق المالي يخضع عادة لقانون العرض والطلب كما في أي سوق، بالرغم من أن السوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة، في تحديد السعر، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة، على أن يسود هذا السوق المنافسة المشروع بين المتعاملين، والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعا، والذي يؤثر سلبا على المستوى العام للأسعار في السوق المالي، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح، بهدف منع الضرر، وتحقيقا للمصلحة العامة.

2-4- تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي:

إذا تم تنظيم معاملات السوق المالي، بنفس الضوابط السابقة الذكر من مشروعية أدواتها المالية، وإجراءاتها العملية من تسعير، ووساطة وتنفيذ للأوامر، فهي سوق مالية مشروعة، طالما أن العقود المبرمة في هذه سوق تضمن حقوق المتعاملين وتحافظ على مصالحهم، وتدخل في مجال الأعمال الجائزة شرعا. وبالتالي يتم تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي من غير ضرر أو قلل[2] .

2-5- عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي:

لقد تعددت آراء الفقهاء حول جواز عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي[3]، حيث يذهب البعض إلى استبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية، بدليل أنها مخالفة لقواعد المعاملات ولأضرارها على النشاط الاقتصادي عامة، ويصنفها الفقهاء كنوع من البيوع الفاسدة، وشكل من المقامرة، ومن جهة أخرى يذهب بع الباحثين المعاصرين إلى أن المضاربة في البورصة من حيث أنها بيع وشراء الأوراق المالية لا شيء فيها طبقا للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم،

[1] محمد بشير علية، مرجع نفسه، ص 68.

[2] أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية اسلامية، القاهرة، دار السلام، 2006/1427،ص 87-88.

[3] عبد الرحمن يسري أحمد، مرجع سابق، ص 357.

وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا شيء فيه أيضا، لأن الأصل في التجارة المخاطرة، ولكن يشترط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبينة على قدرة تنبئية لدى المضارب، إلا كانت نوعا من المقامرة، وتدخل ضمن الممارسات غير الأخلاقية، خاصة إذا رافقها احتكار وتضليل في المعلومات التي تتعلق بأسلوب التعاقد، فالمضاربة حسب هذا الرأي جائرة إذا جردت مما علقت بها من الشوائب بأسلوب العقد والممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها[1] ويكيف الاقتصاد الإسلامي هذه الممارسات بوضع قيود وإجراءات تحد من توسعها مثل[2] :

. استخدام السياسة الضريبية، مع مراعاة النمو في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة.

. تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين، فلا يمكنهم التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة.

. فرض عقوبات على من يحاول أن يثير نشاط غير أخلاقي من مثل عمليات عن التزوير والكذب.

3- تحديات أخرى تواجه السوق المالي:

إضافة إلى التحديات السالفة الذكر والمتعلقة بتطوير بعض الوراق المالية المحرمة وتكييفها أو اقتراح بدائل عنها تكون صالحة للتداول في السوق المالي الإسلامي، وكذا توضيح منهجية وإجراءات التعامل فيه، يوجه السوق المالي الإسلامي تحديات أخرى من حيث جوانبه التنظيمية والإدارية والجغرافية والشرعية، ومن حيث تنمية القدرة على التنافس ومواجهة الأزمات المالية.

3-1- من الناحية التنظيمية والإدارية

إن الشكل الإداري والتنظيمي الذي تتخذه المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تحكمه السياسة الشرعية التي يقررها ذوو الاختصاص في هذا الشأن، على حسب ما تقتضيه المصلحة العامة، وليس ثمة نص شرعي يمنع من اتخاذ شكل معين او تنظيم معين، وليس من قيد عليها إلا قيد المصلحة التي تحققها أو المفسدة التي تمنعها، فالهدف من السوق المالي الإسلامي هو تحقيق المصالح المشروعة .

[1] مجلة الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 205، نيسان 1998، ص 28.

[2] شعبان محمد اسلام البراوي، مرجع سابق، ص 183.

وتلبية المتطلبات التنموية المفيدة، مما يشجع ويحفز المؤسسات على الدخول في هذه السوق بكل إمكانياتها المالية والتنظيمية.

3-2- من حيث التوسع الجغرافي:

لقد أثبتت الأسواق المالية الإسلامية قدرتها على التواجد في كثير من دول العالم الإسلامي، كما انتشرت المعاملات المالية الإسلامية في كثير من الأسواق العالمية المعاصرة[1] ويعتبر ذلك مؤشر على قدرة الأسواق المالية الإسلامية على الانتشار في كل الأمصار، وهو مؤشر نجاح وقدرة الأوراق المالية الإسلامية على المنافسة حتى في الأسواق التي لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية، فقد فتحت فروع للأسواق مالية إسلامية داخل الأسواق التقليدية لحماية الأوراق المالية الإسلامية وهذا ما حدث فعلا في العديد من الأسواق مثل: سوق الكويت للأوراق المالية، البحرين والباكستان وإيران، وكذا وجود معاملات إسلامية أو مقبولة إسلاميا في أسواق المال في بريطانيا.

3-3- من حيث فقه وأسس الزكاة في الأوراق المالية:

لقد توصل الفكر الاقتصادي والمالي الإسلامي إلى مجموعة من القرارات التي تستحق الدراسة والاستفادة منها في التطبيق المعاصر وترجمتها إلى صورة عملية تساعد المسلم أو المؤسسة التي تنشط في السوق المالي الإسلامي، في تحديد وقياس زكاة الأوراق المالية، وتصميم نماذج محاسبة يسترشد بها المسلم المالك لهذه الأوراق في حساب زكاتها[2]. ويعتبر هذا العنصر عامل تميز وتأكيد على شرعية المعاملات المالية في السوق المالي الإسلامي من ناحية، ودليل إثبات لإنصافه وعدالته وارتباطه مع باقي مؤسسات الاقتصاد الإسلامي من ناحية أخرى، ويمثل هذا عاملا ايجابيا يساهم في زيادة القدرة الذاتية للسوق المالي الإسلامي على مواجهة التحدي التي تفرضه المنافسة الخارجية للأسواق المالية المعاصرة.

3-4- فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة:

قد يتوفر لكل دولة إمكانية لإقامة سوق مالية خاصة بها، خاصة إذا كانت لديها عدد كبير من البنوك أو المؤسسات المالية الإسلامية، (مثل البحرين والكويت)، كما يدخل في هذا الإطار كذلك تلك الدول التي قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي خاصة، مثل(الباكستان وإيران، وماليزيا). أما الدول التي

[1] Webserver. Mov. Gov. og بتاريخ 2022/05/18

[2] حسين شحاتة وعطية فياض، مرجع سابق، ص 105.

لا يوجد بها عدد كبير من المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، فالمطلوب توفر سوق مالية إسلامية، تحقق لها أهدافها التمويلية من الناحية الشرعية.

وباعتبار سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تستند عليها التكتلات الاقتصادية من أجل تحقيق التكامل فيما بينها، ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، لما في ذلك من العديد من المنافع وفي مقدمتها[1]:

. ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الاقتصادي بين الدول الإسلامية، ذلك أن إقامة سوق مالية إسلامية موحدة من شأنه المساهمة في بناء استراتيجية للعمل الجماعي لمواجهة التحدي الذي تفرضها لمتغيرات الاقتصادية الحديثة في ظل الانفتاح التجاري على الأسواق الدولية، ومنها أسواق رأس المال.

. تدعيم الاقتصاديات الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي قادر على التحرر من قيود التبعية الاقتصادية وقرينتها التبعية السياسية، ومن ثم المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماع والسياسي.

. مساندة جهود التنمية في البلاد الإسلامية من خلال إشراك الشعوب الإسلامية في التنمية، مما يرشد السلوك الاقتصادي في مجال الادخار والاستهلاك، ويساهم في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية الإسلامية. النمو، وتوفير التمويل اللازم لمؤسساتها.

. استعادة توطين رؤوس الأموال الإسلامية المستثمرة في خارج الأسواق المالية الإسلامية، وتنشيط حركية تدفق رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، علما بأن رأس المال الإسلامي كفيل بتلبية الاحتياجات الاستثمارية في الدول الإسلامية.

. إيجاد وتطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول، وخاصة في ظل الطلب المتزايد عليها والذي يقدر نموه بمعدل 15% سنويا. وإعطاء دفعة قوية لنشاط المؤسسات والبنوك الإسلامية في أنحاء مختلفة، مما يساعدها على إدارة وتلبية احتياجاتها المالية، ويؤهلها لمواجهة تحديات منافسة البنوك التقليدية في ظل بيئة مالية متكافئة.

[1] أشرف محمد دوابة، مرجع سابق، ص 151.

وقد أصبحت السوق المالية الإسلامية العالية حقيقية واقعة فرضت نفسها علي المعاملات المالية، حيث بلغ حجم المعاملات الإسلامية في الأسواق العالمية 180 مليار دولار، وهي تنمو بمعدل 25% كل سنة[1]. وقد دفعت هذه التغيرات مؤسسة داو جونز العالمية لإصدار60 مؤشرا إسلاميا لإرشاد المتعاملين في هذه السوق، وكذلك صدور مؤشر فاينا نشيال تايمز الإسلامي مما يؤكد التسابق العالمي نحو تقديم خدمات التعامل الإسلامي في الأوراق المالية للوفاء بالطلب المتزايد علي هذه السوق، وقد ساعد علي ذلك إنشاء المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين ليتولى التصديق علي لأدوات المالية المتداولة لتسهيل قبولها وتداولها في السوق وإصدار اللوائح والضوابط التي تساعد علي إيجاد معايير محددة للتعامل في السوق المالية الإسلامية[2] . ولعل أهم التحديات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية العالمية هي: الحاجة إلي تطوير منتجاتها وكذلك الحاجة إلي الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر علي المنافسة وتقليل تكلفة الخدمات.

ومن المفيد الإشارة هنا أن الأسواق المالية العربية تستطيع الاستفادة من السوق المالية الإسلامية خاصة فيما يتعلق بحماية صغار المتعاملين وقواعد الشفافية والإفصاح[3].

وقد أعلنت السوق المالية الإسلامية الدولية (هي مؤسسة دولية تعنى بتطوير أسواق النقد وأسواق رأس المال الإسلامية العالمية): إنها بدأت في عدد المشروعات الهادفة لتوحيد أسس عمل الصناعة المالية الإسلامية وإعداد دراسة عامة للجدوى الاقتصادية لنظام إدارة سوق رأس المال الإسلامي وتخطط المؤسسة – التي تتخذ من البحرين مقراً لها – لتنظيم مؤتمرين فنيين متخصصين في الأشهر المقبلة[4]

[1] http://news.bb.co.uk le 18/05/2022.

[2] Webserver. Mov. Gov. og le 18/05/2022.

[3] http://alwasatnews.com le 18/05/2022.

ومن الموضوعات الرئيسية في برنامج عمل السوق المالية الإسلامية الدولية – الذي خضع لمراجعة مجلس السوق المالية الإسلامية الدولية – في اجتماعه الذي عقد في جاكرتا بإندونيسيا في 11

سبتمبر/ أيلول 2006- جمع العقود المالية ودراسة الجدوى الاقتصادية والمؤتمرات المتخصصة. وسيعقد المؤتمر الأول في كراتشي بباكستان في 24- 25 يناير/ كانون الثاني 2007، أما المؤتمر الثاني فيعقد في البحرين منتصف العام . 2007ومن المتوقع الانتهاء من إعداد دراسة الجدوى الاقتصادية الخاصة بتطوير نظام إدارة سوق رأس المال والمسائل ذات الصلة مع نهاية العام 2006.

3-5- قدرة السوق المالية الاسلامية على مواجهة الأزمات المالية:

من المعالم الأساسية التي تسبب انهيار سوق الأوراق المالية: المقامرات والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار والتدخلات السياسية، ويمكن علاج الأزمات وفقا للمنهج الإسلامي على المنهج التالي[1]

- الالتزام بالقيم الإسلامية، إيمانا وأخلاقا وسلوكا.
- تجنب المعاملات الربوية، والبيوع غير المشروعة، وتطهير المعاملات من الاحتكار.
- عدم الإسراف والتبذير والتوجيه الرشيد للأموال في أوجه استخدامها المشروع.
- الابتعاد عن التدخلات من قبل المنظمات المالية والنقدية العالمية.
- القضاء على مصادر الشائعات المغرضة، وسيطرة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في السوق المالي.

[1] حسين شحاته وعطية فياض، مرجع سابق، ص 98-99.

المبحث الثالث : مزايا تجربة ماليزيا في سوق رأس المال الاسلامي

المطلب الاول: تعريف السوق المالي الماليزي:

المطلب الثاني: طبيعة ونشأة السوق الاسلامي في ماليزيا:

المطلب الرابع: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا

المطلب الرابع: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا

المطلب الخامس: الرقابة الشرعية ودورها في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا

المبحث الثالث: مزايا تجربة ماليزيا في سوق رأس المال الاسلامي

تمهيد :

اضحي النظام المالي الاسلامي في ماليزيا نموذجا لأمثل اقتصاد اسلامي وساعده على هذه التنمية الاقتصادية الكبيرة وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس ، وذلك تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الاسلامي الماليزي والساحة المالية الاسلامية العالمية .

تناول هذا المبحث :

المطلب الاول : مفهوم السوق المالي الماليزي ونشأته

المطلب الثاني : مقومات انشاء سوق الاوراق المالية

المطلب الثالث : ادوات سوق الاوراق المالية الاسلامية في ماليزيا

المطلب الرابع : هيئة الاوراق المالية المايزية ودورها في تطوير سوق راس المال

المطلب الخامس : الرقابة الشرعية ودورها في سوق الاوراق المالية الاسلامية

المطلب الاول:السوق المالي الماليزي

أولا: تعريف السوق المالي الماليزي:

- عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الاسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، المتوقعة تماما مع أحكام الشريعة الاسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيوع الغرر وغيرها [1] ، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية [2] ، ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الاسلامي بمبادئ الشريعة الاسلامية تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المختصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين[3] .
- وتعد اليوم سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة البورصة، اذ تعد البورصة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها، وتقدر بأكثر من 21 مليار دولار وهذا بتاريخ 2010/08/30[4] ، وهي تلعب دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا، إذ تعتبر سوق الأوراق المالية الاسلامية جزءا هاما مكملا لنظام الصيرفة الإسلامية. وما يزيد في عمق واتساع السوق المالية الماليزية، وما تقدمه من منتجات اسلامية متاحة للاستثمار ذات جاذبية للمتعاملين المسلمين.
- وبعبارة اخرى هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الاسلام وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة

---

[1] نبيل خليل طه سمور، سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة، 1428-2007،ص99.

[2] نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص98.

[3] أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في اقامة أول سوق نقدي اسلامي مجلة المال والصناعة، العدد 17،1999،ص 24.

[4] سبحاسورياني صقر الدين، سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، الشاملة الذهبية

الاسلامية. أي تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر[1].

ان التطور الحقيقي لسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا يعود الى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "shellMDSSDNBHD"بإصدار وطرح الصكوك الاسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في سنة 1990،تبع ذلك إصدار العديد من الادوات المالية الاسلامية الأخرى حيث تقدم مجموعة واسعة من المنتوجات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، منها الصناديق الاسلامية، صناديق الاستثمار العقارية(REITS) الذي تم اطلاقها في سنة 2005،وصندوق المتاجرة في البورصة (ETF) هو منتج مالي مبتكر يعرض أفضل الصناديق المفتوحة وله خصائص الأسهم المدرجة، أما الصكوك فهي تمثل أحد العناصر الأكثر حيوية في التمويل الاسلامي Exchange Traded Funds (Etfs), 2017)[2]

ففي سنة 2006 تم اصدار صكوك الصرافة الأولى من قبل الخزينة الوطنية، أما في سنة 2007 فقد تم اصدار صكوك AEON الانتمانية من شركة ائتمان استهلاكية بيانية. وفي نفس السنة تم اصدار الصكوك أول مرة من قبل شركة بريطانية مملوكة من قبل MyRمتاجر تيسكو، أما في سنة 2008 تم اصدار صكوك ل MYRمن قبل أول بنك اسلامي متطور، أما في سنة 2010 كان الاصدار الافتتاحي لصكوك من الخزينة الوطنية لصكوك SGD، وفي سنة 2011 كان افتتاح وكالة الصكوك العالمية من قبل الحكومة الماليزية، وكما تم افتتاح صكوك رينميني من قبل الخزينة الوطنية، وفي سنة 2012 تبادلات دانفير للسندات المتداولة والصكوك، وفي سنة 2013 تم اصدار الصكوك القابلة للاستبدال من قبل الخزينة الوطنية، وفي سنة 2015 كان الاصدار الافتتاحي لأول صكوك SRIالماليزية من قبل الخزينة الوطنية من خلال SPV صكوك الاحسان BHD، وفي نفس السنة تم ادراج الصكوك السيادية Barclay's global aggre gate index، أما سنة 2016 أطلقت

[1] أسامة محمد أحمد الفولي، مرجع سابق، ص 24.

[2] سبحاسو رياني صقر الدين ، مرجع سابق .

BNMمشروع ISLAMIC T BILLSبهدف ادارة سيولة البنوك الاسلامية، وفي سنة 2017 الاصدار الافتتاحي للصكوك الخضراء Sriمن قبل شركة تادو للطاقة[1] .

كما طورت ماليزيا سوقا للصكوك متعدد العملات وتعد الصكوك متعددة العملات بإصداراتها المقومة بالدولار الأمريكي والدولار السنغافوري. والليوان الصيني سوقا جذابا للمستثمرين العالميين، وأصبح هناك طلب متزايد على اصدارها وفي 2017 حافظت ماليزيا على مكانتها الريادية في كونها المصدر الرئيسي للصكوك بحصة 69٪ من اجمالي الاصدارات العالمية.

وتحتل ماليزيا مركزا قياديا في صناعة إدارة الثروات الإسلامية كموطن أساسي للصناديق الإسلامية على الصعيد العالمي، حيث بلغ 28.3 مليار دولار أمريكي (36.5٪ من اجمالي الاسهم العالمية) وفي نهاية سنة 2017 كما احتلت ماليزيا المرتبة الأولى من حيث عدد الصناديق (27.9 من الحصة العالمية) مع مجموعة 394 صندوقا[2].

ثانيا: طبيعة ونشأة السوق الاسلامي في ماليزيا:

يعتبر ظهور قطاع التمويل الاسلامي بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، وتوجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في ايجاد بيئة مناسبة وشاملة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع. ويلعب هذا القطاع الدور الفاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا. ويعتبر سوق رأس المال الاسلامي جزءا هاما ومكملا في توسيع وتعميق السوق المالي الاسلامي في ماليزيا[3] .

1- نشأة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الاسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر /تشرين الثاني 1962[4] والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا

[1] الامام محمد محمود " بورصة ماليزيا تعلن عن ابتكار جديد في المالية الاسلامية، 2020/02/28، موقع اسلام أون لاين على الرابط: https://islamonline Net/23778 .

[2] الامام محمد محمود، مرجع نفسه.

[3] بني هاني حسين، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، عمان. الاردن، دار الكندي، الطبعة الاولى، 2002.

[4] ابن تيمية، أحمد عبد الحليم، مجموع الفتاوى، بيروت. لبنان، دار العربية، الجزء29، الطبعة الاولى، 1978.

فكانت في سنة 1983 مع اصدار قانون العمل المصرفي الاسلامي Islamic barking act 1983، والذي بدأ تطبيقه في 7افريل /نيسان 1983 غير مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، وتم تأسيس أول بنك اسلامي ماليزي تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الاسلامي الماليزي في سنة 1984م بعد صدور قانون التأمين الاسلامي في السنة نفسها[1] .

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة shell mdssdn bhdبإصدار وطرح الصكوك الاسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990 تبع ذلك اصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الاسلامية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا واتساعه[2] ، وفي فيفري /شباط سنة 1983 أسست Bimb securities sdn, Bhhوفقا لأحكام قانون صناعة الاوراق المالية لسنة 1983 وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في اوت للسنة ذاتها، ومن ثم بدا تأسيس نوافذ السمسرة الاسلامية ونظام صناديق الاستثمار الاسلامية [3] .

مع بداية تأسيس سوق رأس المال الاسلامي ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لا سيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الاسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الاوراق المالية الماليزية الى تشكيل لجنة لدراسة الانشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس مال اسلامي في سنة 1994 بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الادوات المالية الاسلامية في أواخر سنة 1994، وبعد سنة تحولت الى اللجنة الاستشارية الشرعية وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.

[1] ابن تيمية، احمد عبد الحليم، مرجع نفسه.

[2] البرواري شعبان محمد اسلام، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دمشق. سوريا، دار الفكر، الطبعة الاولى، 2002م.

[3] ابن الهمام .كمال الدين محمد بن عبد الواحد، شرح فتح القدير، بيروت. لبنان، دار الفكر، الجزء6،ط2، 1997.

وفي 17أفريل 1999 تم وضع مؤشر الحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة حيث أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وفقا للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الاوراق المالية الماليزية، وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية [1] .

وتعد هذه التطورات الايجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الادارية لهيئة الاوراق المالية الماليزية. وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق، ومن أهم المجالات التي ساهمت فيها الهيئة في توفيرها[2]:

1.توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا.

2.المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الاسلامية وتقويتها .

3.تقديم سوق رأس المال الاسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات والمحاضرات.

2- أهمية سوق رأس المال الماليزي:

يقوم سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الاسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات[3] :

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية:

يتيح سوق رأس المال الاسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية . وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق ،

[1] غرابية هشام وخوري رتاب، الأسواق المالية في الدول النامية: تطوراتها وأهميتها، مجلة أبحاث اليرموك، الاردن، مجلة 15 العدد3،1994.

[2] غرابية هشام وخوري رتاب، المرجع نفسه.

[3] بتال أحمد حسين، محاضرات في الأسواق المالية، كلية المعارف الجامعية، 2004.

بالإضافة الى حماية حقوقهم القانونية واعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة، وتقديمها الى الجهات المختصة، وتكييفها مع أحكام الشريعة الاسلامية[1].

– توفير الادوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني :

يتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

– الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات:

أصبحت هيئة الاوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولو عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الاسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي. ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الاسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية[2].

– تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي:

يساهم سوق رأس المال الاسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص. وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال وتوجيهها الى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الاسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا [3] .

[1] بتال أحمد حسين، مرجع سابق.

[2] قنديل محمد المنسي، ماليزيا نمو اسلامي يتحفز، 1995.

[3] هندي منير براهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس مال. الاوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، 1993.

كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا. وهذه الحالة أدت الى تطوير النظام المالي الاسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية بماليزيا:

1.مقومات النجاح في إنشاء سوق للأوراق المالية:

يجب أن يسبق إنشاء السوق المالية توفر عوامل أساسية تتمثل في متطلبات التأسيس ويتزامن إنشاءها مع وجود متطلبات تسييرها، ويوافق نشاطها عدد من العوامل والتي هي عوامل نجاحها، وكل هاته المتطلبات والعوامل نقف على حقيقة فاعليتها من خلال مؤشرات قياس الأداء.

مقومات النجاح في إنشاء سوق للأوراق المالية الماليزية: نقصد بالنجاح في انشاء سوق للأوراق المالية الماليزية أن توفر متطلبات ما قبل نشأتها، وأن تتجسد لدينا متطلبات التسيير اللازمة لتنظيم السوق المالية بفاعلية.

أ- متطلبات تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية: يجب أن تسبق إنشاء سوق الأوراق المالية مقومات رئيسية، نذكر أهمها[1]:

- **وجود شركات المساهمة:** يسبق إنشاء البورصة دائما صدور قانون شركات مساهمة، فلكي تدرج الشركة أسهمها يجب أن تكون شركة مساهمة. فلا يمكن تنشيط السوق المالية بدون شركات مساهمة، ولا أن تنشط هاته الأخيرة بدون وجود لسوق المالية. وتستمد تلك الشركات أهميتها من الخصائص التي توفرها الأسهم من السيولة، وتوسيع لفائدة الملكية والفاعلية في جذب المدخرات، والمساهمة في التمويل المؤسسي[2]
- **وجود القطاع الخاص:** يستمد هذا القطاع أهميته من كونه يعكس الوظيفة الحقيقية لسوق الأوراق المالية والمتمثلة في توفير السيولة والسعي إلى تحقيق الربح، بالإضافة إلى تلبية حاجة التمويل. ويعتبر القطاع الخاص أكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك

[1] عاطف وليم اندرسون، الأسواق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.

[2] عيسى حمد الفارسي وآخرون، سوق الاوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، 11ديسمبر 2011.

لاعتبارات لعل أهمها يتمثل في كون دافع الربحية في القطاع الخاص أكبر منه في القطاع العان. كما أن انتقال الملكية في القطاع الخاص أيسر منه في القطاع العام[1] .

- **الوعي الادخاري والاستثماري:** يعتبر وجود وعي ادخاري واستثماري بين الجمهور من المتطلبات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية، فالادخار يمثل عرض رؤوس الأموال والاستثمار يمثل الطلب عليها. ويمكن قياس هذا الوعي من خلال معدل نمو شركات المساهمة ورؤوس أموالها، وحجم ودائع القطاع الخاص، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الخام. ويتوقف حجم الادخار على حجم الدخل الحقيقي للأفراد، ويتوقف هذا الأخير على الناتج القومي الاجمالي ومستوى التضخم السائد في الاقتصاد[2] .
- **مناخ الاستثمار الملائم:** يكون بناء السوق المالية سليما إذا توفرت متطلبات المناخ الاستثماري الملائم، ويرجع ذلك لكون الاستثمار يمثل الطلب على رؤوس الأموال والتي تمثل سببا للنشاط في السوق المالية[3] .
- **المؤسسات المالية الوسيطة:** يتمثل جوهر عمليات السوق المالية في القيام بتعبئة المدخرات وتوجيهها لخلق فرص للاستثمار من خلال تحقيق تقارب بين العرض والطلب، وتعتبر هذه العمليات هي الوظيفة الاساسية للمؤسسات المالية الوسيطة. وتقوم تلك المؤسسات بتنشيط السوق المالية من خلال قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها ولصالح الآخرين، بالإضافة إلى قيامها بعمليات التسويق والترويج والتغطية. بصفة عامة يعطي اكتمال بنية القطاع المالي الثقة بالنسبة للجمهور والمؤسسات للتعامل في سوق المالية باستخدام الأدوات المالية لتوفر عامل تقليل المخاطر والضمانات التي تقدمها هاته المؤسسات للمتعاملين[4] .
- **الكوادر المؤهلة:** يتطلب العمل في الأسواق المالية، وجود عناصر بشرية كفؤة ومؤهلة لإدارة السوق. لذا يجب قبل إنشاءها اعتماد برنامج تدريبي لإعداد العناصر المؤهلة وذلك

[1] عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع نفسه.

[2] احمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، قطر، تاريخ الاطلاع 2 جوان 2022.

[3] عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع نفسه.

[4] عاطف وليم أندرسون، أسواق المالية، مرجع سابق.

بالتنسيق مع الأسواق الأخرى، بهدف الاستفادة من الخبرات المتراكمة لديها في مجال إنشاء وبناء الهياكل الأساسية للسوق المالية[1] .

- **الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي:** يعتبر الاستقرار السياسي والامني هو الضمانة الأكيدة لسيادة القانون وتوفير الحماية للمتعاملين في السوق المالية. أما الاستقرار الاقتصادي فهو الدعامة الأساسية للسوق، كونه يؤدي إلى استقرار أسهم الشركات وإن تغيرت أسعارها[2] .
- **طبيعة النظام الاقتصادي:** تزيد فعالية السوق المالية في الاقتصاديات الرأسمالية أكثر منه في الاقتصاديات الاشتراكية. فالاقتصاد الرأسمالي يسمح بإنشاء الشركات والعمل الخاص وانتقال الملكية من جهة لأخرى، على عكس الاقتصاد المخطط، الذي تمثل الملكية العامة فيه الجانب الأكبر مما يشكل صعوبة بالغة على نجاح أي سوق[3] .

إن الشروط السابق ذكرها تشكل قاعدة أساسية لإقامة سوق مالية فإذا لم تتوفر بعض هذه الشروط وجب على الدولة توفيرها لكي تساهم في إنجاح السوق.

2.متطلبات تسيير السوق المالي الماليزي:

يتوجب البناء الفعلي للسوق المالية الشروع في استكمال الجانب التشريعي والجانب التشريعي والجانب المؤسسي الذين يمثلان الأطر الفعلية المسيرة للسوق. وهذا ما سنتطرق اليه من خلال العنصرين الآتيين:

1. الإطار التشريعي: يشترط لفاعلية ونجاح السوق المالية أن يكون الإطار التشريعي مرتبا وقادرا على التطور باستمرار للتكييف مع المستجدات، وقادرا على تسهيل المعاملات مع توفير الحماية للمتعاملين إضافة إلى إجراء مراجعة للمنظومة التشريعية ذات الصلة بالنشاط المالي والاقتصادي[4] .

2. الإطار المؤسسي للسوق المالي: يقصد به وجود كيان منظم وقانوني له مكانة محددة، يشرف بصفة رسمية على تنظيم جميع نشاطات السوق من حيث تداول الأدوات المالية، والعلاقة التي

---

[1] عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع سابق.

[2] منجد عبد اللطيف الحشاني، أمكانية إنشاء سوق الأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، يوم 11 ديسمبر 2005، ليبيا.

[3] إلياس تقية، عوامل نجاح السوق المالية، رسالة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2007.

[4] أحمد حسين راشد الكبيسي، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع 4جوان 2022.

تحكم الوسطاء والمستثمرين، ويشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق[1] ويمكن أن تتكون السوق المالية من المؤسسات التالية[2] :

- **هيئة الأوراق المالية:** تمثل الهيئة العليا في السوق ولها سلطة الاشراف والمراقبة على الأجهزة المرتبطة بعمل السوق، كما تتولى إصدار النظام الداخلي للسوق.
- **سوق تداول الأوراق المالية:** يتم فيها تنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.
- **مركز إيداع وحفظ الأوراق المالية:** يقوم بتسجيل الأوراق المالية وتوثيقها، ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها بين الوسطاء الماليين.
- **شركات الخدمات المالية:** نجد من بين هاته المؤسسات الوسطاء الماليين.
- **صندوق ضمان عمليات السوق:** يختص هذا الصندوق بتسوية أي عجز ينجم عن عدم الوفاء بالدفع أو عن عدم تسليم العدد اللازم من الأوراق المالية والتي تحدث في عمليات التداول من أحد الوسطاء، وتتكون أغلب موارد الصندوق من مساهمات الوسطاء وتنظم إدارة السوق الجوانب المختلفة المتعلقة بالصندوق.

إن استكمال البنية التحتية للقطاعات ذات العلاقة بنشاط سوق الأوراق المالية، إضافة إلى تهيئة الجوانب التشريعية والمؤسسية لهاته السوق، يكفل إلى درجة كبيرة ضمان الإنشاء السليم لسوق المالية[3] .

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الاسلامية نشأت اعتمادا على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملات ومؤسساتها[4] ، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام السوق المالي، نذكر منها[5] :

---

[1] أحمد حسين راشد الكبيسي، مرجع سابق.

[2] علي عطية عبد السلام وآخرون، تفعيل سوق الأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، 11 ديسمبر 2005.

[3] أحمد زغدار، الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ورقلة، العدد 3، 2004.

[4] أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الاسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل لرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، 1995، ص 57 .

[5] حسين حسن شحاته، المنهج الاسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216،ربيع الأول ، 1997،ص 14.

_ المال: وهو متوفر، اذا تم استثماره داخل البلاد الاسلامية.

_ الأوراق المالية الاسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الاسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.

_ المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي بحاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمدخراتها.

_ توفر المتخصصين من علماء الفقه الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الاسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية[1] .

وحتى يتم إنشاء سوق مالي اسلامي ماليزي بمقوماته السابقة يتطلب ما يلي[2]:

- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الاسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الاسلامية.
- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الاسلامية.
- وضع ميثاق بين كافة الدول الاسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الاسلامية يتضمن الدوافع (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن الشريعة الاسلامية.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الاسلامية "مصارف إسلامية، شركات استثمار اسلامية، صناديق استثمار اسلامية، شركات سمسرة إسلامية" لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية.

المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا والمتعلقة بإصدار وتداول أدوات التمويل الاسلامية الصادرة عن

[1] حسين حسن شحاته، مرجع سابق، ص 14.

[2] حسين شحاته وفياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، القاهرة، مكتبة التقوى، 2001/1422، ص 101

الشركات الخاصة في ماليزيا، وذلك في إطار التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الغراء والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن الهيئة، وأما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية مثل الاصدارات الاستثمارية الحكومية، فإنها تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي[1] .

وتنقسم أدوات سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا الى ثلاثة أقسام رئيسة، يمكن توضيحها فيما يأتي:

1.أدوات الملكية الاسلامية:

تتضمن الادوات المالية كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في البورصة الماليزية، وكذا ما يتعلق بالأسهم من صناديق الاستثمار الاسلامية التي يمكن تداولها بين المستثمرين[2] .

وتتمثل أهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية من خلال ما يأتي:

- الأسهم العادية:

في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وتتكون من الاسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة [3] .

- صناديق الاستثمار الاسلامية :

يمكن تعريف صناديق الاستثمار الاسلامية أنها هي "صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن اعتباره في توفير أدوات مالية إسلامية، تتيح استثمار أموالهم شرعا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية[4] ".

---

[1] مهند ممدوح أبو شعبان، مقترح فتح نافذة اسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، كلية التجارة، 1431.2010ص 62.

[2] هندي منير ابراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، 1994.

[3] زرزار العياشي، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية، مجلة بيت المشورة، قطر، ع3،ذو الحجة 1436،أكتوبر 2005،ص34.

[4] دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1،دار السلام، القاهرة، 2004،ص73.

فهي صناديق تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم ربا المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة الى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لك منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الادارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية ومختلفة ومتنوعة، او بطريقة غير مباشر كبيع او شراء اصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الاسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتزم به من كلا الطرفين، وان حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم (رأس المال) ما لم تفرط أدارة الصندوق (المضارب) فإن فرطت يقع الغرر عليها[1] .

- مؤشر الشريعة :

هو رقم حسابي قياسي بعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان 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 115نقطة إلى 120 نقطة فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعة عليه قد ارتفعت ب5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو نزولا[2] .

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية، هما:

- المؤشر الشرعي كوالالمبور:

تم تصميم هذا المؤشر بتاريخ 17أفريل 1999 لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في

[1] أحمد حسن، صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الاسلامي دراسة و تحليل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999،ص21.

[2] زرزار العياشي، مرجع سابق، ص35.

البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلا عن الوضع العام للبورصة الماليزية في اطار الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويمكن أن يكون مفيدا للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم اداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية[1] .

- المؤشر الإسلامي الماليزي داو جونز:

بدأ العمل به سنة 1992 من قبل شركة رشيد حسين المحدودة ومنذ شهر جانفي 1996 أصبح يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية [2].

2.الصكوك الاسلامية:

في التجربة الماليزية يتم اصدار الصكوك وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتم اصدار الصكوك الاسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الاسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي، وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية وبضوابط تنظم إصدارها [3] .

ويمكن تصنيف هذه الصكوك وفق ما يأتي:

- الصكوك الاسلامية الحكومية:

تصدرها الحكومة الماليزية في صورة شهادات استثمار حكومية دون فائدة، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية، التي تعتبر شهادات استثمار تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة مساندة لحركة الأعمال المصرفية الاسلامية في ماليزيا،

[1] هندي منير ابراهيم، مرجع سابق.

[2] زرزار العياشي، مرجع سابق، ص35-36.

[3] مهند ممدوح أبو شعبان، مرجع سابق، ص 62-63.

والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل انفاقها على المشاريع التنموية[1].

وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما، وهذا يعطي البنك المركزي الاسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة الى 5 سنوات[2] .

- الصكوك الاسلامية للشركات:

تعتبر احدى الأدوات المالية الاستشارية متوسطة أو طويلة الاجل التي أصدرتها الشركات الخاصة في ماليزيا، وطرحت فكرتها سنة 1990 وتعد هذه الصكوك أحد اهم أشكال التعاملات البارزة في السوق، وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمرابحة و الاستصناع والاجارة والمضاربة وكذلك المشاركة، إذ تعتبر هذه الصيغ التمويلية من أشهر صيغ التمويل الاسلامية في ماليزيا[3] . والملحق رقم 03بين تطور اصدار صكوك المشاركة في ماليزيا (2005-2017) فالملاحظ من هذه النسب أنه في سنة 2009 حققت حوالي 90.95٪ من الصكوك المصدرة في الاوراق المالية[4].

- خدمات الوساطة:

تعتبر وظيفة خدمات الوساطة المالية من أكثر أقسام سوق رأس المال الاسلامي نشاطا، فدورها الفاعل في عمليات تبادل الأسهم والصكوك وإدارة صناديق الاستثمار له عظيم الاثر في استقطاب المستثمرين، وتحين الفرص الاستثمارية المجدية مقابل تكلفة مادية لهذه الغاية عبر تقديم المعلومات الاستثمارية اللازمة لجميع الاطراف، وهناك دور مهم وفعال لشركات الوساطة للأوراق المالية الاسلامية في إدارة المحافظ المالية الخالية من المحظورات الشرعية،

[1] الخليل أحمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، ط2، 2005.

[2] زرزار العياشي، مرجع سابق، 36.

[3] مهند ممدوح أبو شعبان، مرجع سابق ص63.

[4] الخليل أحمد، مرجع سابق.

اذ يتم تحري الدقة اللازمة في اجتناب المحظورات الشرعية كالربا وغيره من أدوات المحفظة المالية الاسلامية والبحث عن الاستثمارات الأفضل لمحافظ الاستثمار المباحة[1] .

المطلب الرابع: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا

قامت الحكومة الماليزية بالعديد من الخطوات لإصلاح سوق رأس المال المحلي، ومنها إقامة سوق رأس المال الاسلامي، وتم اعتماد هيئة الأوراق المالية الماليزية كجهة رقابية رسمية والرئيسية لسوق رأس المال في ماليزيا سواء سوق رأس المال أم الاسلامي، وتبنت الهيئة لتطوير سوق رأس المال الاسلامي، واعتبرته أهم الأهداف الأساسية في الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واعتماد ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي.

كما يعمل سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا وفق التشريعات والتعليمات الخاصة بالسوق التقليدي ، كما يخضع لرقابة و اشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية التي لها دور كبير في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا.

1.تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية:

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق رأس المال بصفة عامة في ماليزيا فهي الجهة الرقابية، حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 1مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 وأسندت لها الوظائف التالية[2]:

1.السماح بإصدار سندات الشركات.

2.مراقبة صناديق الاستثمار.

3.مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة.

4.تقديم الاعتمادات ومراقبة الاشخاص المعتمدين.

5.الرقابة و الاشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.

6.الرقابة على الاندماجات للشركات في ماليزيا[3].

---

[1] نبيه فرج أمين الحصري تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الاسلامي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية،2009

[2] بيومي، نوال عبد المنعم: التجربة الماليزية وفق مبادئ الاقتصاد الاسلامي، مكتبة الشروق، 2011.

[3] بيومي، نوال عبد المنعم، مرجع نفسه.

7.تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.

ومن أهدافها[1] :

- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين.
- تطوير النظام وجعله مرنا.
- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.
- تعزيز شفافية السوق.
- دعم وحدة السوق.

2.دور هيئة الاوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال في ماليزيا:

شهد سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1990 بسبب تشجيع الحكومة الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة، لكي تصبح بديلا شرعيا للسوق التقليدي، ومن الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا ما يلي[2]:

أ. توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الاسلامي:

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الاسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة[3].

ب. تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الاسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية

[1] الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، 2001، ص32.

[2] بيومي، نوال عبد المنعم، مرجع سابق.

[3] اللجنة الاستشارية الشرعية ، 2003، ص 20

international organizatin of securities commission iosco كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الاسلامي واعترفت سوق داو جونز الاسلامية dow jones islamic market-djim يسوق رأس المال الاسلامي الماليزي، واعتبرته نموذجا عالميا في القطاع المالي الاسلامي[1] .

كما أن الحكومة الماليزية تدعم وتشجع باستمرار كافة الجهود التي تبذلها الجهات المعنية لتطوير المعاملات والخدمات المالية الاسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار والتمويل الاسلامي في المستويات المحلية والعالمية.

ج. توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال:

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وارشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن الاصدارات الهيئة [2] :

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار.
- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الاسلامي.
- التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الاسلامية.

د. توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا:

تلعب الهيئة دورا بارزا في ايجاد النوعية والمعرفة بمعاملات سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين والمحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الاسلامي، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية[3] .

وتتيح الهيئة أيضا الفرص لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات الدولية لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الاسلامية الحديثة.

---

[1] اللجنة الاستشارية الشرعية، مرجع نفسه، ص 05

[2] محمد أكرم لعلادين، عملية فحص الأوراق المالية المعتمدة من قبل الشريعة الاسلامية في ماليزيا، السنة 15، لقاء علمي لسوق المال- بورصة الامارات العربية المتحدة، جامعة الامارات 15-17-10-2009،ص8.

[3] محمد أكرم لعلادين، مرجع سابق، ص09

كما أنشأت الهيئة مركزا لتطوير صناعة الأوراق المالية وهو مسؤول عن عقد الندوات والمؤتمرات وتجميع المعلومات العامة المتعلقة بسوق رأس المال الاسلامي بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الاسلامي للهيئة ذاتها، كما أنشأت الهيئة المكتبة المختصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، والتي تعتبر مركزا للمراعة الرئيسية فيما يتعلق بهذا السوق للموظفين من داخل الهيئة والجمهور[1] ، بالإضافة الى توفير المناقشات الدورية لطلبة الجامعات المحلية في طرح المعلومات والمعرفة لديهم فيما يتعلق بتطوير هذا هو السوق في ماليزيا[2]

وقد ظهر دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال الخطوات السابقة، بالإضافة الى ثلاثة عناصر لتدعيم السوق هي:

- رغبات المستثمرين والجهات المصدرة والتزامهم بتعليمات هذا السوق بسبب نجاح قطاع العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا.
- الالتزام الكامل من قبل الحكومة الماليزية بتدعيم وتعزيز هذا السوق[3].
- ظهور الخبراء والمتخصصين في المعاملات المعاصرة بإيداء الآراء الشرعية واقامة المناقشات الدورية بالجهات المعنية في تطوير هذا السوق واستفادة كافة الجهات ذات الصلة به.

هـ. التخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي:

طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ستة أهداف جوهرية منظمة، وتم تسميتها الخطة الشاملة وهي مبنية على رؤية الوضع الاستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام من 2001إلى 2010،وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال

[1] نبيل طه سمور، مرجع سابق، ص120.

[2] Abdulhalim ismail، the capital market master plan: a roadmap for sustainable growth and development، apaper presented at islamic capital week 2002،p7.

[3] نبيل طه سمور، مرجع نفسه، ص 14.

الإسلامي، وقد اعتمدت ماليزيا تخطيطا استراتيجيا لسوق رأس المال الاسلامي Icm من خلال خطة رئيسية لسوق اس المال وخطة رئيسية للقطاع المالي FSMP[1]

ولقد كان الاعلان عن الخطة الرئيسية لسوق رأس المال من طرف وزارة المالية في 2001 علامة أخرى بارزة في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في الخطة الرئيسية العامة لنمو سوق رأس المال، ثم تمييز سوق رأس المال الاسلامي على أنه واحد من المجالات المتخصصة حيث الهدف السادس من الخطة الرئيسية تنص على« تأسيس ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الاسلامي»، ومن أجل تحقيق هذا الهدف اعتمدت عدة مبادرات استراتيجية [2] :

- تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق رأس المال الاسلامي:

من أجل توفير سبيل فعال لمنتجات السوق المالي التقليدي، فإن سوق رأس المال الاسلامي يحتاج إلى تطوير مجموعة منوعة من صكوك الأوراق المالية الاسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار الأساسي، وزيادة رأس المال واحتياجات إدارة المخاطر للسوق في هذه العلاقة استخدمت هيئة الأوراق المالية طريقتين [3] :

- تحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق راس المال التقليدي والمقبولة والمسموح بها في الإسلام.
- ادخال انشاء وابتكار المنتج على أساس مختلف المفاهيم الاسلامية كالإجارة، الاستصناع، المضاربة، المرابحة، القرض الحسن، والمشاركة.

2- انشاء سوق كفء لفعالية تعبئة وتحريك رؤوس الأموال الاسلامية:

يجب على سوق رأس المال الاسلامي الكفء أن يكون ذو وسيلة وفعالية كافية لتلبية احتياجات الصيرفة الاسلامية المحلية والتكافل، إضافة إلى ادارة الاستثمار بقنوات استثمارية تنافسية لتسهيل تعبئة وتحريك ذو كفاءة لهذه الأموال، لذلك فهناك حاجة للتدابير التالية:

---

[1] Abdulhalim ismail. Ibid، p 8.

[2] الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، ٢٠٠٣ ص 33.

[3] المخطط العام لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، 2001،العدد65،ص175.

- تعزيز اتفاقية تحرير القيود على ادارة رؤوس الأموال من طرف المؤسسات الاسلامية للسماح بتنويع أكثر في المخاطر وعائدات أكثر تنافسية بما يتفق مع أحكام الشريعة.
- تحديد وتطوير قنوات جديدة وصكوك حديثة التي يمكن أأن تستثمر فيها وان تحرك بواسطتها الممتلكات والموجودات الاسلامية بفعالية[1].

3- ضمان وجود محاسبة واطار تنظيمي ICM بصفة مناسبة وشاملة:

من الضروري وجود محاسبة ضرائب وإطار تنظيمي ل ICMبصفة محددة جدا ومقبولة على نطاق واسع بهدف تسهيل استثمارها طويل الأجل ولتقوية وتعزيز هذه البيئة التحتية الداعمة لتعاملات الأوراق المالية الإسلامية يجب أن يكون هناك:

- مجلس استشاري للشريعة واحد لتقديم المشورة حول المسائل المتعلقة بقضايا رؤوس الاموال، الصيرفة، والتكافل.
- تعزيز الاطار المحاسبي المرتبط بالمنتجات والخدمات المالية الاسلامية.
- مراجعات تنظيمية لتعزيز المعالجة القانونية والضريبية المناسبة للصفات المالية الاسلامية[2].

4- تعزيز وزيادة قيمة الاشراف والتقدير لسوق رأس المال الاسلامي دوليا وعالميا:

ان تعزيز قدرة السوق لاستقطاب الأموال الدولية في السوق المحلية للمنتجات الاسلامية تستلزم الجهود التالية:

- زيادة الوعي بسوق رأس المال الاسلامي الماليزي على المستويات المحلية، الاقليمية، والدولية، ويلعب سوق رأس المال الاسلامي دورا نشيطا مع المشاركين الصناعيين في إدخال وتنفيذ هذه الجهود.
- تسهيل العلاقات التآزرية مع أسواق إسلامية رئيسية أخرى لتوسيع وتقوية قنوات التوزيع وتعزيز نطاق لمساعي تعاونية مفيدة ومتبادلة.

وباعتبار الخطة الرئيسية منفصلة ومتكاملة للصيرفة والتكافل، أصدرت الخطة الرئيسية للقطاع المالي FSMPمن طرف « بنك نيغارا ماليزيا» في مارس 2001،بينما ركزت الخطة الرئيسية

[1] الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية، ص 34.

[2] الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية، مرجع نفسه، ص 35.

للصيرفة التأمين، مالية التنمية والخدمات المالية في الخارج، ومن المتصور أن مشهد صناعة الصيرفة الإسلامية والتكافل في 2010 سيتطور بالتوازي مع الصيرفة التقليدية والتأمين لتحقيق ما يلي[1]:

- تشكل 20٪ من حصة سوق الصيرفة والتأمين مع مساهمة فعالة إلى القطاع المالي للاقتصاد الماليزي .
- تمثل بعدد من مؤسسات صيرفة إسلامية وعاملي التكافل ذو رسملة قوية وعالية تقدم مدى كامل ومتكامل من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.
- تركز على شريعة شاملة ومساعدة وإطار تنظيمي.
- تدعم بمؤسسات مخصصة في النظام القضائي التي تتناول القضايا القانونية المرتبطة بالصيرفة الإسلامية والتكافل.
- تدعم بعدد كاف من المدربين جيدا، الأفراد ذوي الكفاءات العالية وفرق الإدارة من ذوي الخبرات المطلوبة[2].
- باختصار ماليزيا كمركز مالي إسلامي إقليمي.

وهكذا وضعت كل من الخطة الرئيسية لسوق رأس المال والخطة الرئيسية للقطاع المالي الماليزي في المسار الصحيح لمزيد من التطوير لتجسيد الأهداف والمهمات والمنشأة.

في هذه العلاقة اتخذت ماليزيا نهجا واقعيا تدريجيا لتحقيقه في 10 سنوات، يتصف بثلاث مراحل مميزة هي كالتالي[3]:

1. المرحلة الأولى: (2001-2003): توسيع القدرة المحلية وتقوية المنافسة بواسطة تحرير تدريجي وانتقائي مع بعض التخفيف من الحواجز لدخول بعض المناطق الناشئة لسوق المال بهدف تسريع نمو هذه القطاعات.

---

[1] عبد الحليم اسماعيل، المخطط العام لسوق رأس المال، خارطة طريق للنمو والتنمية المستدامة، ورقة مقدمة في أسبوع رأس المال الاسلامي، 2002،ص 07 .

[2] عبد الحليم اسماعيل، مرجع نفسه، ص 08.

[3] عبد الحليم اسماعيل، مرجع نفسه، ص09.

2. المرحلة الثانية:(2004-2005): التوسيع بالتدريج لفائض السوق وإزالة الحواجز تدريجيا للدخول عبر قطاعات أخرى لسوق رأس المال، وعلاوة على ذلك تطوير سعة جودة الخدمات والبنية التحتية.

3. المرحلة الثالثة: (2006-2010): تنفيذ المزيد من التوسع وخططه نحو توضيح سوق رأس المال وتنمية موضعه الدولي في المناطق ذات الميزة التنافسية.

والخلاصة أن سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافا تاما في جوانب متعددة. وفي الوقت الحاضر تطور هذا السوق جنبا الى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الاسلامي ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي. ويصبح هذا السوق بديلا من السوق التقليدي الحالي ونموذجا للمستثمرين و الوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية. ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضا مهما لتحقيق أحد أهداف الخطط الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي[1] .

المطلب الخامس: الرقابة الشرعية ودورها في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

أولا: تعريف الرقابة الشرعية:

هي التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الاسلامية لأحكام الشريعة الاسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى، أو هي التحقق من تنفيذ الفتاوى الصادرة عن جهة الاختصاص، وايجاد البدائل والصيغ المشروعة لأية أعمال تخالف الاحكام الشرعية[2] .

يستخلص من التعريف السابق أهم أهداف الرقابة الشرعية هي:

[1] موقع هيئة الأوراق المالية، تاريخ الزيارة،7 أفريل 2022.

[2] نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص120.

- التأكد من أن أنشطة المؤسسات المالية الاسلامية تتم وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية حسب الفتاوى والقرارات الصادرة عن جهة الفتوى والتحقق من تنفيذ تلك الفتاوى الصادرة.
- ايجاد البدائل والصيغ الشرعية التي لا تتعارض مع الأحكام الشرعية للمعاملات التي تمارسها المؤسسات المالية الاسلامية.
- فحص وتحليل جميع أعمال المؤسسات المالية الاسلامية وأنشطتها لضمان مدى التزامها بأحكام الشريعة الاسلامية .

ثانيا: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج الى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة[1] .

وفي التجربة الماليزية فإن الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستثمارية الشرعية shariah advisory sac council، وهي عبارة عن أهم الاجهزة المستخدمة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لا سيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الاسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الاسلامي عن السوق التقليدية في ماليزيا[2] .

اللجان المكلفة بالرقابة الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

وفي هذا الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بتأسيس[3] :

- قسم سوق رأس المال الاسلامي.
- اللجنة الاستشارية الشرعية.

---

[1] سحاسورياني صقر الدين جعفر، مرجع سابق، ص61.

[2] موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 2022/04/8، http://www.sc.com.my

[3] سحاسو رياني صقر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 62.

1- قسم سوق رأس المال الاسلامي: Islamic capital market Département-ICMD:

لقد تم إنشاء هذا القسم سنة 1994م وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا والأدوات المالية فيها، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة[1] .

ومن الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الاسلامية، وبعض الأدوات التقليدية التي تتم وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية.
- يعتبر مسؤولا مسؤولية كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال.
- تعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليصبح في الإمكان تنفيذها في هذه السوق، ومعاقبة المخالفين للقوانين.
- دراسة وتقييم الأسهم الصدارة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق رأس المال الاسلامي، وتقديم نتائج الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية، حيث تقوم بعرضها على قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، لذا معظم المستثمرين المسلمين الراغبين للاستثمار في الأسهم المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية لابد أن يراجعوا هذه القائمة للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ومساعدة المستثمرين القدامى للتأكد من أداء الشركات المساهمة من وقت لآخر.

وتقوم هيئة الأوراق المالية الماليزية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مختلفة، مثل التقارير المالية السنوية للشركات، وردود الشركات على الاستفسارات الصادرة عن الهيئة للحصول على المعلومات التفصيلية عن الشركات، للتأكد من أن أنشطة كل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية لم تكن مخالفة للشريعة[2] .

[1] سحاسو رياني صقر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 63-64

[2] موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 2022/4/9 http://www.sc.com.my

ويضم سوق رأس المال الاسلامي العديد من الكوادر المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات والمالية الحديثة، والذين ينسب لهم الدور الأكبر في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطورا ملحوظا.

ويقوم قسم سوق رأس المال الاسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا، وبذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لا سيما الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها[1] .

2- اللجنة الاستشارية الشرعية shariah advisory council-sac

الاستشارة الشرعية هي جزء لا يتجزأ من تنمية البنية التحتية لسوق رأس المال الاسلامي[2]، وقد بذلت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهدا لدراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي، وقد قامت عدة اجتماعات ولقاءات فقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرهم، وقد خلصت هذه الاجتماعات إلى إنشاء اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994م والتي تعرف باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية .Islamic instrument study Group-iisG .

على الرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الاسلامية تعتبر لجنة غير رسمية إلا أنها حققت بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها النجاح المرجو منها في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتبعا لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دورا هاما في هذا السوق، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلى السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح لجنة رسمية ومنظمة، لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية shariah advisory council-sacمحل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الاسلامية iisG في 1996/05/16 لبدئ مسؤوليتها الرسمية[3] .

---

[1] قسم سوق رأس المال الاسلامي، http://www.sc.com.my

[2] أختار عبد العزيز، سوق رأس المال الاسلامي، التجربة الماليزية، الملتقى العلمي السنوي الخامس عشر لسوق رأس المال- البورصة- جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-2006/17، ص1.

[3] قرارات المجلس الاستشاري للشريعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، هيئة الاوراق المالية الماليزية، الطبعة الثانية، أكتوبر 2005،ص 4.

ومنذ ذلك التاريخ أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وهي تقوم بالوظائف التالية[1] :

– الرقابة:

متلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقا للشريعة الإسلامية[2] .

– مركز للاستشارة والمراجعة:

وتعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير رأس المال الاسلامي في ماليزيا بصورة شاملة، وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، وهذه اللجنة مسؤولة عن إبداء النصيحة المباشرة للمستثمرين المسلمين لا سيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية بالإبقاء أو الخروج من التعاملات في الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية ودورها الآخر يتمثل في وضع التوجيهات أساسة فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة والسماح بممارسة مبادئ الشيعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية[3] .

– الجهة الوحيدة في اصدار القرارات:

وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لتوجيه جمهور المسلمين، وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين[4] .

---

[1] سحاسو رياني صقر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 66.

[2] قرارات المجلس الاستشاري للشريعة، مرجع سابق، ص05

[3] د. عبد الرحيم، سوق الأوراق المالية الاسلامية في ماليزيا، جامعة القروين، فاس، المغرب.

[4] د. عبد الرحيم، مرجع نفسه.

– الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية:

ترد هذه اللجنة طول العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، لا سيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، إن هذه الأسئلة والاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها والشركات المساهمة والمستثمرين والحكومة الماليزية نفسها وجمهور المسلمين ليعرفوا جميعا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية[1].

– توعية العاملين والمتعاملين:

تقم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف عن النظام المالي الإسلامي في ماليزيا لاسيما المتعاملين والعاملين فيه، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها، وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الاسلامية والقوانين الشرعية، بجانب امكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المحليين للاستثمار فيها هذه وظائف لجنة الاستشارة الشرعية بصورتها العامة أما من جهة الأدوات فاعتمدت اللجنة اتجاهين أساسين هما[2] :

✓دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة: واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة في سوق رأس المال التقليدي، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة.

[1] د. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في الفقه الاسلامي.

[2] http://www.ibfim.com/modules/contentexpress/ing-repository/syariahAdvsoiry. Pdf-syariah Advisory ، p9-10.

✓تفعيل الأدوات المالية الشرعية: ويكون ذلك عن طريق تشكيل الأدوات المالية الاسلامية، التي لا يتعامل بها سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم يتداولها في سوق مستقلة أي سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا عظيما في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية[1]

دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقديم الاستشارات، وإصدار القرارات، والتوعية والتوجيه، والتدريب للعاملين،وتفعيل وتطوير للعاملين، وتفعيل وتطوير الأدوات المالية، والرد على أسئلة واستفسارات المتعاملين ويمكن عرض أهم هذه المهام فيما يلي[2] :

أولا: الرقابة

تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية السلطة العليا في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية، وداوتها وفقا للشريعة[3].

ثانيا: مركز للاستشارة والمراجعة

وتعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي. للأمور المرتبطة بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، كما أنها أيضا مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية[4].

---

[1] عصام أبو النصر مرجع سابق.

[2] http://www.sc.com.my

[3] نبيل طه سمور، مرجع سابق، ص123.

[4] محمد أكرم لعلادين، مرجع سابق، ص10.

ثالثا: إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه جمهور المسلمين

وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين، ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لا سيما في إصدار الصكوك الإسلامية بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين ككل[1] .

رابعا: الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية

تتولى اللجنة الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتوجه إليها الأسئلة من الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، أو الشركات المساهمة، أو المستثمرين، أو الحكومة الماليزية نفسها، بما في ذلك جمهور المسلمين ليعرفوا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

خامسا: توعية العاملين والمتعاملين

تقوم اللجنة بالتوعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي في ماليزيا، من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات. وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين في مجال المعاملات المالية المعاصرة، والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية تطبيق المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، وكيفية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها[2] .

وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسين هما[3]:

---

[1] هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي، 2009،ص30.

[2] هيئة الأوراق المالية الماليزية، مرجع نفسه، ص ٤.

[3] http://www.sc.com.my

- **دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة:**

واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال التقليدي، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة وعلى سبيل المثال الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبليات. لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة[1].

- **تفعيل الأدوات المالية الشرعية:**

ويكون ذلك عن طريق تكييف الأدوات المالية الاسلامية، والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وإنما يتم تداولها في سوق مستقل أي سوق رأس المال الاسلامي، وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا كبيرا في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامي"، ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على اسس البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، الاستصناع، الاجارة، المضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها وتقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية[2] .

[1] هيئة الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص٤.

[2] http://www.sc.com.my

الخاتمة

إن انشاء وتطوير سوق للأوراق المالية يعد شرطا ضروريا في انجاح جهود التنمية الاقتصادية، إلا أنا ذلك لا يعد شرطا كافيا وذلك لأنه يتطلب توافر عوامل أخرى عديدة منها : ضرورة تطوير البنية المؤسسية وتحرير وحداتها من اللوائح والقيود الإدارية، تطوير المصارف وإدخال التكنولوجيا الحديثة للاتصالات والمعلومات وتحديث الأدوات المالية التي لا تقتصر فقط على مجرد أوراق مالية عادية، رفع كفاءة هذه الأسواق من خلال النشر المكثف لمعلومات الشركات والمؤسسات المدرجة في السوق.

ويعد الجانب الأساسي لإقامة سوق لأوراق المالية: توفر مناخ استثماري مستقر وهذا من خلال: حاله الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي، زياده عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات وشروط الادراج مع تنوع الاوراق المالية التي تعتبر اداة تحفيزية من خلال قلة المخاطر وتنوع اجال استحقاقها، توفر المؤسسات المالية الوسيطة لدورها الهام داخل السوق من خلال تسهيل اختيار الأوراق المالية والترويج لها والتسيير الحسن للمحافظ المالية للمستثمرين، كما يجب على السوق الافصاح المالي و إشهار المعلومات لتمكين المستثمرين من ترشيد قراراتهم الاستثمارية ومع ربط السوق بنظام اتصال فعال بينه وبين المستثمر لزيادة معالجة أكبر حجم من المعاملات الدولية والاقليمية منها.

فإضافة الى وجود هيكل مؤسسي فعال متكامل يمكن لإقامة سوق أوراق مالية تساهم في زيادة معاملات استثمارية ومنه زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

أصبحت سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، تقوم بدور هام في تحقيق التنمية الاقتصادية، بفضل ما قدمته من بدائل استثمارية تختلف عما تقدمه الأسواق التقليدية كما تعد هذه السوق أداة مكملة للجهاز المصرفي الاسلامي.، مما جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، الامر الذي يستدعي من الدول العربية والاسلامية الاستفادة من التجربة الماليزية الناجحة في مجال المالية الاسلامية.

ومن بين النتائج المتوصل اليها أن:

- قيام سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا. وذلك بتوفير الخدمات المالية الاسلامية إلى متعاملي السوق من

المؤسسات المالية. والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الاسلامية. إلا أن هذا البديل ظل محصورا في نافذة ضيقة للمعاملات المالية الاسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية ولم يشكل بذاته.

- ماليزيا تعد من الدول الصاعدة التي أحدثت ثورة صناعية مكنتها من الاصطفاف إلى جانب القوى الاقتصادية العالمية، وذلك باعتمادها على نظام مالي متطور جمع بين المالية الاسلامية ونظيرتها التقليدية.
- سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا يتميز بعدة خصائص تميزه عن أسواق رأس المال التقليدية من حيث يخضع هذا السوق لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما.
- بالإضافة إلى أهم ميزة وهي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذا أو عطاء.
- أداء الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الاسلامية.
- ماليزيا عرفت تطورا ملفتا في قطاعات البنية التحتية والخدماتية، ومشاريع انتاجية، بفضل السيولة التي توفرها سوق رأس المال الماليزي.
- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي اضافة الى توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الاسلامية يتيح للجمهور المسلمين الراحة والطمأنينة في العمل المالي.

قائمة المصادر والمراجع

- **القراءن الكريم**
- **المعاجم:**

1.ابن تيمية، أحمد عبد الحليم، مجموع الفتاوى، بيروت. لبنان، دار العربية، الجزء29، الطبعة الاولى، 1978.

2.ابن الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة 4،بيروت، لبنان، 1979،الجزء 3.

3.ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، مورنيش النيل، القاهرة، مصر، مجموعة 3.

4.ابن الهمام. كمال الدين محمد بن عبد الواحد، شرح فتح القدير، بيروت. لبنان، دار الفكر، الجزء6،ط2،1977م.

- **المراجع باللغة العربية:**

1. أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008.

2. أحمد حسن، صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الاسلامي دراسة تحليل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.

3. أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، قطر، تاريخ الاطلاع 2جوان 2022.

4. أحمد زغدار، الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ورقلة، العدد3،2004.

5. أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995 .

6. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الايجابية في الاقتصاد الاسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل. لرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، 1995/1415، ص57.

7. أختار عبد العزيز، سوق رأس المال الاسلامي، التجربة الماليزية، الملتقى العلمي السنوي الخامس عشر لسوق رأس المال-البورصة- جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-2006/17.

8. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الادارة المالية، سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والبنوك، مصر.

9. أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في اقامة أول سوق نقدي اسلامي مجلة المال والصناعة، العدد 17،1999.

10. أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية في النظرية والتطبيق، القاهرة، دار السلام، 2004.

11. إلياس تقية، عوامل نجاح السوق المالية، رسالة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2007.

12. بتال أحمد حسين، محاضرات في الأسواق المالية، كلية المعارف الجامعية، 2004.

13. بتال، احمد حسين، محاضرات في الأسواق المالية (نسخة الكترونية) ، كلية المعارف الجامعية، 2004.

14. برنامج أساليب الإستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية و التجارية، ص 74 ، الموقع الإلكتروني

15. البرواري شعبان محمد اسلام، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دمشق. سوريا، دار الفكر، الطبعة الاولى، 2002م.

16. بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاسلامية، دار النفائس لنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.

17. بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة الى حالة بورصة تونس، رسالة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012/2011

18. بني هاني حسين، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، عمان. الاردن، دار الكندي، الطبعة الاولى، 2002.

19. تاج الدين، سيف الدين ، نحو نموذج إسلامي لسوق الاسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي، العدد 1 ، م3،1985.

20. التميمي رشيد، وسلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة لنشر، عمان، الطبعة الاولى، 2002.

21. حسن حسين شحاته وفياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، القاهرة، مكتبة التقوى، 2001/1422،ص101.

22. حسين حسن شحاته، المنهج الاسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، الاقتصاد الاسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد216،ربيع الأول 1998/1430.

23. حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000 .

24. د. عبد الله غالم والاستاذ عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، اقسامها).

25. دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1،دار السلام، القاهرة، 2004.

26. رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان ،الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية بحث مقدم للمشار ة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات .

27. زرزار العياشي، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية، مجلة بيت المشورة، قطر، ع3،ذو الحجة 1436،أكتوبر 2005.

28. سبحا ورياني صقر الدين، سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، الشاملة الذهبية

29. سمير عبد الحميد رضوان ،" المشتقات المالية "، دار النشر للجامعات، القاهرة ، مصر ،الطبعة الأولى.

30. شعبان محمد إسلام البرواري ,بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ,دمشق , دار الفكر ,2001.

31. شعبان محمد اسلام البرواري بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2003.

32. شعبان محمد إسلام البرواري،"بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"،دارالفكر المعاصر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى2000.

33. عبد الحليم اسماعيل، المخطط العام لسوق رأس المال، خارطة طريق للنمو والتنمية المستدامة، ورقة مقدمة في أسبوع رأس المال الاسلامي، 2002.

34. عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا اسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003.

35. عبد الغفار حنفي و آخرون،" الأسواق المالية "، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر،طبعة2006.

36. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (اسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، جامعة الاسكندرية، مصر، 2001.

37. عبد الله محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد الافتراضي والمعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان- الاردن، خلال 16-17-18مارس 2005.

38. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن،الطبعة الأولى 2004 .

39. عبد علي الجارحي ,الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام , الإدارة المالية في الإسلام , المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية , مؤسسة آل البيت ,عمان, الجزء الأول ,1989.

40. علي عطية عبد السلام وآخرون، تفعيل سوق الأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، 11 ديسمبر 2005.

41. علي محي الدين القرة داغي , الأسواق المالية في ميزان الفقه الاسلامي ,الاقتصاد الاسلامي , الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ,العدد 133, ذو الحجة 1412, يونيو 1992.

42. عيسى حمد الفارسي وآخرون، سوق الأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، 11 ديسمبر 2005.

43. غرايبة هشام وخوري رتاب، الأسواق المالية في الدول النامية: تطوراتها وأهميتها، مجلة أبحاث اليرموك، الاردن، مجلة 15 العدد3،1994.

44. فليح حسن خلف ،" الأسواق المالية و النقدية "، عالم الكتب الحديث للنشر، عمان ، الأردن،طبعة2006.

45. قرارات المجلس الاستشاري للشريعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، هيئة الاوراق المالية الماليزية، الطبعة الثانية، أكتوبر 2005.

46. كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، السعودية: جامعة أم القرى2005.

47. مجلة الاقتصاد الإسلامي , الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة , العدد 137 , ربيع الثاني 1413,أكتوبر 1992 .

48. مجلة الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 77،ربيع الثاني 1408/ديسمبر 1987.

49. مجلة الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 205، نيسان .

50. مجمع الفقه الاسلامي، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي للدورات من 1-10،دمشق، دار القلم، ط2، 1998/1418.

51. مجمع اللغة العربية المصري- المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة 4،القاهرة، مصر، 2004.

52. محمد أكرم لعلادين، عملية فحص الأوراق المالية المعتمدة من قبل الشريعة الاسلامية في ماليزيا، السنة 15، لقاء علمي لسوق المال- بورصة الامارات العربية المتحدة، جامعة الامارات 15-17-10-2009.

53. محمد الأمين ولد عالي ، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية ، بيروت ، دار ابن حزم ، 2011 .

54. محمد بشير علية، القاموس الاقتصادي، بيروت، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، 1985.

55. محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات عمان الأردن ،دار النفائس الطبعة الثانية – 2009.

56. محمد عبد الكريم زعير، الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الاسلامية، الاقتصاد الاسلامي الصادرة عن بنك دبي الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة، العدد 216.

57. محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي، عمان دار النفائس، ط3، 1999/1419.

58. محمد محمود المكاوي، التمويل المصرفي الاسلامي، مصر، جامعة المنصورة، 2004.

59. المخطط العام لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، 2001،العدد65.

60. مصطفى حسين سلمان , المعاملات المالية في الاسلام , عمان ,دار المستقبل للنشر والتوزيع,1990/1410.

61. معروف هوشيار، الاستثمارات والاسواق المالية، عمان- الاردن، دار صفاء لنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2003.

62. الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، 2001.

63. الملخص التنفيذي للخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لجنة الأوراق المالية، 2001.

64. منجد عبد اللطيف الحشاني، امكانية انشاء سوق الأوراق المالية، ندوة علمية حول: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، ليبيا، 11ديسمبر 2005.

65. منذ قحف، سندات الاجارة والاعيان المؤجرة، جدة، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، 1995/1415.

66. منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر اسلامية، جدة، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، 1997/1417.

67. المنذري سليمان، الأسواق العربية لرأس المال، دار الرازي، بيروت، الطبعة الاولى، 1987.

68. منير الهندي، ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الإسكندرية: منشئة المعارف1999

69. مهند ممدوح أبو شعبان، مقترح فتح نافذة اسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، كلية التجارة، 1431.2010.

70. نبيل خليل طه سمور، سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة، 1428-2007.

71. هندي منير براهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس مال. الاوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، 1993.

72. هوشيار معروف،" الاستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للناشر، عمان ، الأردن، طبعة 2009.

73. وهبة الزحيلي ،المعاملات المالية المعاصرة ,دمشق ،دار الفكر ،2002.

- **المراجع باللغة الأجنبية:**

1.Fama, E. ,1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance.

2.FRASER D, R&P .S, Rose, 1987,"Financial Institutions and Market in a Changing World", Business. Pub. Inc, Tara's.

3.Jeff Madura, " Financial institution and markets" , Seventh edition, Thomson, south- western, 2006.

مواقع الإنترانت:

1. أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية اسلامية، القاهرة، دار السلام، 2006/1427.
2. الامام محمد محمود " بورصة ماليزيا تعلن عن ابتكار جديد في المالية الاسلامية، 2020/02/28، موقع اسلام أون لاين على الرابط: https://islamonline. Net/23778
3. سليمان السكران،ماذا ينتظر سوق الأسهم ليستقيمو، المجلة الإقتصادية، 03 / 02 / 2013 ،الموقع:
4. سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الاجل للبنوك الاسلامية، الجزائر، جمعية التراث، غرداية، 2002/1423
5. قسم سوق رأس المال الاسلامي، http://www.sc.com.my
6. موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 8 /2022/04 http://www.sc.com.my،
7. هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي، 2009.
8. موقع هيئة الأوراق المالية تاريخ الزيارة 2022/4/9
.10.http://www.aleqt.com/2013/02/03/article_729302.html
9. http://www.ibfim.com/modules/contentexpress/ing-repository/syariahAdvsoiry. Pdf-syariah Advisory
10. http://www.sc.com.my
11. http://alwasatnews.com le 18/05/2022.
12. http://news.bb.co.uk le 18/05/2022.
13. Webserver. Mov. Gov. og le 18/05/2022.
14. Webserver. Mov. Gov. og2022/05/18 بتاريخ

15. www. Khrtoumstock.com.2006 / 09 / 22 بتاريخ .
16. http://www.sc.com.my.

قائمة الفهارس

فهرس الموضوعات

شكر وعرفان 1

الملخص.....1

مقدمة .....أ

المبحث الاول : الاسواق المالية الاسلامية

المبحث الاول : الاسواق المالية الاسلامية 10

تمهيد : 10

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية 11

المطلب الثاني: المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية.....12

المطلب الثالث : شروط إقامة سوق مالية إسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية.....13

المطلب الرابع: مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية. 16

المبحث الثاني: سوق الاوراق المالية

المبحث الثاني : سوق الاوراق المالية 21

تمهيد 21

المطلب الأول: مفهوم الأسوق المالية:.....22

المطلب الثاني : مفهوم سوق الأوراق المالية 23

المطلب الثاني: الأسباب التي أدت إلى نشأة و تطور السوق المالي: 27

المطلب الثالث أهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي:.....30

المطلب الرابع: تحديات سوق المالي 32

المبحث الثالث : مزايا تجربة ماليزيا في سوق رأس المال الاسلامي

المبحث الثالث: مزايا تجربة ماليزيا في سوق رأس المال الاسلامي 47
تمهيد : 47
المطلب الاول:السوق المالي الماليزي 48
المطلب الثاني: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية بماليزيا: 54
المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا: 58
المطلب الرابع: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا 63
المطلب الخامس: الرقابة الشرعية ودورها في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا: 70
الخاتمة 79
قائمة المصادر والمراجع 82
قائمة الفهارس 92
فهرس الموضوعات 93