



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير

تخصص: نقود ومالية



أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية

-دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية-

من إشراف:

الأستاذ الدكتور: الشاهد الياس

من إعداد الباحث:

مصباحي محمد الأمين

أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً	جامعة- حمة لخضر- الوادي	أستاذ تعليم عالي	محيريق فوزي
مشرفاً ومقرراً	جامعة- حمة لخضر- الوادي	أستاذ تعليم عالي	الشاهد الياس
مناقشاً	جامعة- حمة لخضر- الوادي	أستاذ محاضر-أ-	العبيسي علي
مناقشاً	جامعة- حمة لخضر- الوادي	أستاذ محاضر-أ-	محيريق عدنان
مناقشاً	جامعة- البشير الابراهيمي- برج بوعريرج	أستاذ محاضر-أ-	غطاس عبد الغفار
مناقشاً	جامعة العربي التبسي- تبسة	أستاذ محاضر-أ-	جابو سليم

السنة الجامعية 2022/2021

ملخص البحث:

تتقيد المعاملات المالية الإسلامية بمبادئ وقواعد النظام المالي الإسلامي، ووجدت عدة أدوات مالية تطابق مختلف الصيغ الإسلامية كالأسهم الإسلامية (المشاركة أو المضاربة)، أو الصكوك كبديل على السندات الربوية، والاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وكذلك بعض المبتكرات الابداعية للهندسة المالية الإسلامية لمختلف أنواع العقود.

يعتبر عمل الأدوات المالية الإسلامية بمختلف أنواعها ذو أبعاد فلسفية تختلف في جوهرها عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية رغم قصر زمن التجربة، إلا أن الأزمات المالية الأخيرة أظهرت تميزها وقوة تحوطها عن المخاطر السوقية كان كبيراً، ولهذا ركزت هذه الدراسة على إظهار ما مدى قدرت الأدوات المالية الإسلامية في التأثير على أداء الأسواق المالية الإسلامية، حيث كانت أسهم الشركات الكويتية المدرجة داخل السوق أغلبها متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وكان لها أثر كبير في أداء السوق المالية من حيث مؤشر السوق العام، والقيمة السوقية المتداولة، وعدد الشركات الإسلامية، وكذلك قيمة الرسملة السوقية للسوق، كما كانت الصكوك الإسلامية بمثابة الابتكار البديل عن السندات الربوية، ولقد أظهرت السوق المالية الإسلامية بماليزيا المتداولة لهذا النوع من الأدوات مدى قدرتها على التأثير على المؤشر العام للسوق الماليزي، كما كانت الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المالي السعودي رغم صغر حجم أصولها المالية مقارنة بالحجم الكلي للسوق المالي السعودي إلا أنه كان لها دوراً كبيراً في الاستثمار فيها وتأثيرها على مختلف مؤشرات السوق المالية، كما يعد الابتكار والالتقان في استخدام الهندسة المالية الإسلامية رغم حداثة والاختلافات الفقهية المحيطة بها إلا أن لها دوراً كبيراً في توسيع الأثر للأدوات المبتكرة في مختلف مؤشرات قياس السوق المالية.

الكلمات المفتاحية: الأدوات المالية الإسلامية، الأسهم، والصكوك، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، الابتكار والهندسة المالية.

Research Summary:

Islamic financial transactions adhere to the principles and rules of the Islamic financial system, and there are several financial instruments that match the various Islamic formulas, such as Islamic stocks (participation or speculation), or sukuk as an alternative to usurious bonds, investing in Islamic investment funds, as well as some creative innovations of Islamic financial engineering for various types of contracts. The work of Islamic financial instruments of all kinds has philosophical dimensions that differ in essence from other traditional financial instruments despite the short time of experience, but the recent financial crises showed their distinction and the strength of their hedging against market risks was great, and for this this study focused on showing the extent of the financial instruments' capabilities. The Islamic financial market's impact on the performance of the Islamic financial markets, as the shares of Kuwaiti companies listed in the market were mostly compatible with the provisions of Islamic Sharia and had a significant impact on the performance of the financial market in terms of the general market index, the traded market value, the number of Islamic companies, as well as the market capitalization value of the market. The Islamic sukuk was an innovation alternative to usurious bonds, and the Islamic financial market in Malaysia trading for this type of instrument showed the extent of its ability to influence the general index of the Malaysian market, as were the Islamic investment funds in the Saudi financial market despite the small size of their financial assets compared to the total size. The Saudi financial market, however, played a major role in investing in it and its impact on various market indicators. In addition, innovation and proficiency in the use of Islamic financial engineering, despite its modernity and the jurisprudential differences surrounding it, have a significant role in expanding the impact of innovative tools in the various indicators of financial market measurement.

Keywords: Islamic financial markets, Islamic financial instruments, stocks, and sukuk, Islamic investment funds, innovation and Islamic financial engineering.

الفهرس

الصفحة	الموضوع
	الاهداء
	التشكرات
II	ملخص البحث
II-II	الفهرس
II-II	قائمة الجداول
II-II	قائمة الاشكال
II	قائمة الرموز والاختصارات
أ- س	مقدمة عامة.....
54-1	الفصل الاول: الإطار النظري للأسواق المالية.....
29-2	المبحث الاول: الإطار النظري للأسواق المالية
3	المطلب الأول: ماهية الفائض في الاقتصاد واستخداماته.....
7	المطلب الثاني: ماهية الاسواق المالية.....
15	المطلب الثالث الوظائف والمتعاملون وأنواع الأسواق المالية.....
44-30	المبحث الثاني: الاطار النظري للسوق المالية الاسلامية.....
31	المطلب الاول: أساسيات النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي.....
35	المطلب الثاني: ماهية السوق المالية الاسلامية.....
39	المطلب الثالث: المعايير والمؤشرات المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية.....
53-45	المبحث الثالث: السوق المالية الاسلامية مكوناتها ومتطلبات إنشائها.....
46	المطلب الاول: تركيبة السوق المالية الاسلامية.....
50	المطلب الثاني: الشركات التي تقدم خدمات مالية في مجال الاوراق المالية الاسلامية.....
52	المطلب الثالث : إنشاء الأسواق المالية الإسلامية.....
54	خلاصة الفصل الأول:.....
107-55	الفصل الثاني: الفصل الثاني: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري والرقابة على السوق المالية الإسلامية.... -تجربة سوق دبي المالي-
69-55	المبحث الأول: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري للسوق المالية الإسلامية.....
56	المطلب الأول: التشريعات والقوانين المؤسسة للسوق المالية الإسلامية.....
59	المطلب الثاني: عضوية السوق المالية الإسلامية.....
62	المطلب الثالث: الرقابة والحوكمة القانونية والشرعية للأسواق المالية الاسلامية.....
82-70	المبحث الثاني: متطلبات وشروط التعامل داخل الأسواق المالية.....
71	المطلب الأول: متطلبات وإجراءات قيد الأوراق المالية.....

75	المطلب الثاني: أوامر التداول في السوق المالية.....
80	المطلب الثالث: التعاملات داخل سوق الأوراق المالية.....
106-83	المبحث الثالث: المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية.....
84	المطلب الأول: مجتمعات الفقه والهيئات الإسلامية.....
89	المطلب الثاني: مجالس الخدمات المالية الإسلامية.....
100	المطلب الثالث: تجربة سوق دبي بدولة الامارات العربية المتحدة.....
107	خلاصة الفصل.....
177-108	الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية-دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة بورصة)
116-109	المبحث الأول: المفهوم التقليدي والإسلامي وخصائص وأنواع الأسهم.....
109	المطلب الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها.....
117	المطلب الثاني: أنواع الأسهم في السوق المالية الإسلامية.....
140-124	المبحث الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لعملية إصدار وتداول الأسهم.....
125	المطلب الأول: الضوابط والشروط القانونية لعملية الإصدار.....
132	المطلب الثاني : الضوابط القانونية لتداول الأسهم.....
138	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية الإصدار والتداول.....
176-141	المبحث الثالث: أثر أسهم الشركات الإسلامية في أداء سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)...
142	المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد و سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت).....
148	المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية.....
152	المطلب الثالث: أثر الاسهم الإسلامية في اداء سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت).....
177	خلاصة الفصل.....
246-178	الفصل الرابع: الفصل الرابع: أثر الصكوك الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية..... -دراسة حالة السوق المالية الإسلامية الماليزية-
206-179	المبحث الأول: مفهوم وخصائص وأنواع الصكوك الإسلامية.....
180	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية.....
185	المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة.....
199	المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية الإسلامية الغير متداولة.....
219-207	المبحث الثاني: اصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
208	المطلب الأول: عملية إصدار الصكوك الإسلامية.....
215	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
245-220	المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية على أداء السوق المالية الإسلامية.....
221	المطلب الأول: تحليل واقع تطور الصكوك الإسلامية.....

231	المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية الماليزية.....
238	المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
246	خلاصة الفصل.....
335-247	الفصل الخامس: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية..... - دراسة حالة السوق المالية السعودية -
266-248	المبحث الأول: المفهوم والخصائص والأنواع للصناديق الاستثمارية.....
249	المطلب الأول: النشأة وماهية الصناديق الاستثمارية.....
254	المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار.....
256	المطلب الثالث: أنواع وتصنيفات الصناديق الاستثمارية.....
274-266	المبحث الثاني: مفهوم وخصائص وضوابط صناديق الاستثمار الإسلامية.....
267	المطلب الأول: مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية.....
271	المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وضوابطها الشرعية.....
334-275	المبحث الثالث: أثر الصناديق الاستثمارية في أداء السوق المالية الإسلامية.....
276	المطلب الأول: لمحة عامة عن السوق المالية السعودية.....
289	المطلب الثاني: تطور تداولات السوق المالي السعودي للفترة من 2010 الى 2020.....
321	المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية السعودية.....
335	خلاصة الفصل الخامس.....
392-336	الفصل السادس: أثر الابتكار والهندسة المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية.....
357-337	المبحث الأول: الإطار العام للابتكار المالي الإسلامي.....
337	المطلب الأول: مفهوم الابتكار وأنواعه ووظائفه.....
342	المطلب الثاني: الابتكار المالي الإسلامي.....
344	المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية.....
376-358	المبحث الثاني: المشتقات المالية الإسلامية.....
358	المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية وخصائصها.....
363	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية-العقود الآجلة والمستقبلية.....
370	المطلب الثالث: عقود الخيار والمبادلات.....
391-377	المبحث الثالث: أثر الابتكار والهندسة المالية الإسلامية على أداء الأسواق المالية الإسلامية.....
377	المطلب الأول: التوريق التقليدي.....
385	المطلب الثاني: التصكيك الإسلامي.....
392	خلاصة الفصل.....
399	قائمة المصادر والمراجع.....

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال	21
(1-3)	الناتج المحلي الإجمالي السنوي حسب نشاط القطاعات الاقتصادية بالأسعار الجارية لدولة الكويت- 2020-2010	144
(2-3)	نسبة مساهمة القطاع النفطي والقطاع غير النفطي في الانتاج المحلي الإجمالي لدولة الكويت من 2020 - 2010	145
(3-3)	تقديرات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	145
(4-3)	نسبة مساهمة الصناعات التحويلية من الناتج المحلي الإجمالي	147
(5-3)	احصائيات وتغيرات نشاط سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) للسنوات من 2010 الى 2020	153
(6-3)	تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتية من 2012 الى 2016	157
(7-3)	تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتية من 2017 الى 2020	158
(8-3)	تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي(2012-2016)	160
(9-3)	تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي(2017-2020)	161
(10-3)	تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية (2012-2014)	165
(11-3)	تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي(2015-2017)	166
(12-3)	تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي(2018-2020)	167
(13-3)	تطور حجم التداول للأسهم الاجمالية والاسهم الاسلامية للفترة من (2012-2020)	168
(14-3)	تطور معدل الدوران لإجمالي الاسهم الكلية واسهم الشركات الاسلامية للفترة (2012-2020)	170
(15-3)	تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية السنوية لسوق الاوراق المالية الكويتية خلال الفترة(2012-2020)	171
(16-3)	تطور نسب مساهمة قيم اسهم الشركات الاسلامية من مجموع القيم الكلية للقطاعات خلال الفترة (2012-2020)	173
(17-3)	تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2012 الى 2014)	174
(18-3)	(18-3): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات	175

	الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2015 الى 2017)	
176	تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2018 الى 2020)	(3-19)
175	(3-18): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2015 الى 2017)	(3-18)
216	انواع الصكوك الاسلامية حسب صيغ المعاملات المالية الشرعية	(4-1)
221	التقسيم الجغرافية لصناعات الخدمات المالية الاسلامية لعام 2019* (بالمليار دولار)	(4-2)
224	التطور السنوي الكمي لإصدارات سوق الصكوك الاسلامية-2001-2020	(4-3)
228	اصدارات الصكوك العالمية قصيرة الاجل الأقل من 12 شهرا، حسب المناطق الجغرافية للدول المصدرة من (2001-2020)	(4-4)
229	اصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل > 12 شهرا، حسب الجهة المصدرة، والصيغة من جانفي (2001-ديسمبر 2020)	(4-5)
238	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2010-2020)	(4-6)
240	تطور رسيمة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا للفترة -2010-2020	(4-7)
241	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا خلال الفترة 2010-2020	(4-8)
244	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا خلال الفترة (2010-2020)	(4-9)
281	توقعات بعض الإنجازات والآثار المتوقعة على السوق المالي السعودي	(5-1)
282	ترتيب المملكة العربية السعودية في مؤشرات التنافسية العالمية المتعلقة بالسوق المالية السعودية لعامي: 2019-2020	(5-2)
282	نتائج مؤشرات قياس الأداء في برنامج الريادة المالية لعام 2020 م	(5-3)
283	توزيع حجم الاصول المالية في المملكة العربية السعودية لسنة 2018	(5-4)
284	توزيع حجم الاصول المالية الاسلامية في المملكة العربية السعودية لسنة 2019	(5-5)
289	القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع الشركات من 2010 الى 2020	(5-6)
291	الأداء السنوي لمؤشرات القطاعات خلال الفترة 2010 الى 2015 للسوق المالي السعودي	(5-7)
294	تابع-الأداء السنوي لمؤشرات القطاعات خلال الفترة 2016 الى 2020	(5-8)
296	قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020	(5-9)
299	إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - قيمة الاسهم المتداولة 2010-2011-2012-2013-	(5-10)

300	إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - قيمة الاسهم المتداولة -2014-2015-2016	(11-5)
302	إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - قيمة الاسهم المتداولة -2017-2018-2019-2020	(12-5)
303	تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020	(13-5)
306	احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - عدد الأسهم المتداولة -للسنوات -2010-2011-2012-2013-	(14-5)
307	احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - عدد الأسهم المتداولة -للسنوات -2014-2015-2016-	(15-5)
309	احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - عدد(كمية) الأسهم المتداولة -للسنوات -2017-2018-2019-2020-	(16-5)
310	تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020	(17-5)
313	احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - عدد الصفقات المنفذة -للسنوات -2010-2011-2012-2013-	(18-5)
316	احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - عدد الصفقات المنفذة -للسنوات -2017-2018-2019-2020-	(19-5)
319	مقارنة معلومات التداول -السوق الرئيسية- للسنوات: 2010-2011-2012-2013-2014	(20-5)
320	مقارنة معلومات التداول -السوق الرئيسية- للسنوات: 2015-2016-2017-2018-2019	(21-5)
324	عدد صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2010 الى 2015	(22-5)
325	عدد صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2016 الى 2020	(23-5)
327	الجدول رقم (5-24): عدد المشاركين في صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2010 الى 2014	(24-5)
328	عدد المشاركين في صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2015 الى 2020	(25-5)
331	حجم أصول(مليون ريال) صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار من نهاية عام 2010 الى نهاية عام 2015	(26-5)
332	حجم أصول(مليون ريال) صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار من نهاية عام 2016 الى نهاية عام 2020	(27-5)
333	نسبة مساهمة حجم الأصول للصناديق الاستثمارية للقيمة السوقية/وقيمة الأسهم المتداولة للفترة من	(28-5)

	2010 الى 2020	
368	المقارنة بين مميزات العقود الآجلة والعقود المستقبلية	(1-6)
372	خصائص (مميزات) عقود الخيار	(2-6)
373	مقارنة عقود الخيار والعقود المستقبلية	(3-6)
376	الهيكل الأساسي لعقود مبادلات الاسهم	(4-6)

قائمة الاشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	الوسطاء والمؤسسات المالية داخل النظام المالي	5
(2-1)	عمل الدائرة المالية	9
(3-1)	فكرة وآلية الاسواق المالية	11
(4-1)	هيكل الأسواق المالية	19
(5-1)	عناصر النظام الاقتصادي الإسلامي	33
(1-2)	مبادئ حوكمة المؤسسات المالية	67
(2-2)	مبادئ حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية	69
(3-2)	الهيكل التنظيمي لإدارة سوق دبي المالي	106
(1-3)	مخطط التحول الاستراتيجي لإدارة بورصة الكويت	150
(2-3)	عدد الشركات المدرجة موزعة حسب تقسيمات بورصة الكويت لعام 2019	151
(3-3)	عدد الاسهم المتداولة في بورصة الكويت للفترة من 2010-2020	154
(4-3)	تطور قيمة أسهم الشركات الإسلامية من القيمة الكلية السنوية لسوق الاوراق المالية الكويتي خلال الفترة (2012-2020)	172
(1-4)	أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية	185
(2-4)	الهيكل الفني والآلية لصكوك المضاربة الإسلامية	193
(3-4)	الهيكل الفني والآلية لصكوك المشاركة الإسلامية	195
(4-4)	الهيكل الفني والآلية لصكوك الإجارة الإسلامية	197
(5-4)	الهيكل الفني والآلية لصكوك السِّلَم	203
(6-4)	آلية ومراحل إصدار صكوك الاستصناع	205
(7-4)	التقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية	222
(8-4)	التركيب القطاعية المساهمة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية لعام 2019	222
(9-4)	نسبة مساهمة الاصدارات الدولية والمحلية من مجموع الاصدار العالمي (الكلي) للسنوات 2001 - 2020	225
(10-4)	التطور السنوي الكمي العالمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية	225
(11-4)	التطور السنوي الكمي الدولي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية	226
(12-4)	التطور السنوي الكمي المحلي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية	227
(13-4)	التمثيل البياني لإصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل > 12 شهرا، حسب الجهة المصدرة، خلال الفترة (2001-2020)	229
(14-4)	مخطط المراحل التنموية لدولة ماليزيا	231
(15-4)	مخطط النظام المالي الماليزي	233

239	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة المالية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة المالية للفترة (2010-2020)	(4-16)
239	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة المالية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة المالية للفترة (2010-2020)	(4-16)
239	النسبة المئوية لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة المالية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة المالية للفترة (2010-2020)	(4-17)
242	تطور نسبة قيمة الصكوك المتداولة/القيمة السوقية للسوق المالي الإسلامي	(4-18)
245	تطور نسبة قيمة الصكوك المتداولة/القيمة السوقية للسوق المالي الإسلامي	(4-19)
276	نسبة تقسيم الأصول المالية للصناديق الاستثمارية الإسلامية لعام 2019 حسب الدول	(5-1)
280	برنامج تطوير القطاع المالي	(5-2)
283	توزيع حجم الأصول المالية في المملكة العربية السعودية لسنة 2018	(5-3)
284	توزيع حجم الأصول المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية لسنة 2019	(5-4)
289	مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات من 2010 إلى 2020	(5-5)
296	تطور قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 إلى 2020	(5-6)
303	تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 إلى 2020	(5-7)
310	تطور الصفقات المنفذة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 إلى 2020	(5-8)
339	أنواع الابتكارات المالية	(6-1)
340	وظائف الابتكارات المالية	(6-2)
345	فلسفة الهندسة المالية	(6-3)
364	مراحل العقود الآجلة	(6-4)
368	مراحل عملية تنفيذ العقود المستقبلية	(6-5)
382	المراحل الرئيسية لعملية التوريد	(6-6)

قائمة الرموز والاختصارات

المصطلح باللغة الانجليزية	مختصر المصطلح	دلالة المصطلح باللغة العربية
Intercontinental Exchange	ICE	شركة أمريكية مدرجة على قائمة (فورتن 500)، وتقوم بتشغيل بورصات عالمية
Banque Nationale de Paris	(BNP) Paribas	مجموعة بنكية عالمية فرنسية مقرها الرئيس في باريس
Electronic Securities Information System	ESIS	نظام معلومات الأوراق المالية الإلكترونية أو النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية
Institute for Management Development	IMD	معهد أعمال التنمية
Global Industry Classification Standard	GICS	المعيار العالمي للقطاعات، هو نظام تصنيف صناعي قطاعي هرمي، تم وضعه في 1999 من قبل MSCI و (S&P)
System of National Accounts	S.N.A	نظام الحسابات القومية
Islamic Financial Services Board	I.F.S.B	مجلس الخدمات المالية الإسلامية - كوالالمبور بماليزيا -
Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution	A.A.O.I.F.I	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
the Organisation for Economic Coopération and Développement	O.E.C.D	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
The International Federation of Takaful and Islamic Insurance Companies	IFTI	الاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الاسلامي
International Islamic Financial Market	IIFM -	السوق المالية الإسلامية الدولية
Islamic International Rating Agency-	IIRA	الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف
International Islamic Fiqh Academy	IIFA	مجمع الفقه الاسلامي الدولي
Islamic Liquidity Management-	ILM-	الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة
Internationa Islamic Centre for Reconciliation and Arbitrage	IICRA	المركز الاسلامي الدولي للصلح والتحكيم
Basel Committee on Banking Supervision	BCBS	لجنة بازل للرقابة المصرفية
International Association of Insurance Supervisors	IAIS	الرابطة الدولية لمشرفي التأمين
International Organization of Securities Commissions	IOSCO	المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية
International Conference of Islamic Economics and Finance	ICIEF	المؤتمر العالمي للإقتصاد الاسلامي والمالي
Islamic International Rating Agency	IIRA	الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف
International Standard Industrial Classification	ISIC	التصنيف الصناعي الموحد

أولى الدين الإسلامي في شق الكسب والارتزاق والمعاملات المالية أهمية خاصة، اعترافاً بدوره في الحياة فقال الله تعالى ((الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا ۖ وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ عِنْدَ رَبِّكَ ثَوَابًا وَخَيْرٌ أَمَلًا)) (سورة الكهف الآية (46))، وقد حث الإسلام على كسب المال والحفاظ عليه وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الأدوات والأساليب المشروعة، ومن أجله وضع العديد من الضوابط الشرعية التي تحافظ على حسن إدارة المال وتسييره من حيث طريقة الكسب، الانفاق، الادخار، الاستثمار، التنمية، والانتاج والاستهلاك، ومن ذلك أحل الإسلام البيع والتجارة وحرم الربا والاكنتاز والاحتكار والمراهنات والمقامرات والمضاربات التي تاكل أموال الناس بالباطل، بمعنى آخر تتميز المالية الإسلامية بأنها مالية أخلاقية تستمد روحها وفلسفتها من المبادئ الدينية التي تبني عليها الشريعة الإسلامية (القرآن الكريم ، والسنة النبوية الصحيحة، والقياس الشرعي، واجتهاد علماء الامة....الخ).

بعد خمسينيات القرن الماضي بدأ يلوح في الأفق بداية العمل في المالية الإسلامية وخاصة في المجال المصرفي الإسلامي وضبطه بالقواعد الشرعية، بالرغم من المشاكل العديدة التي واجهتها وشكلت عقبات في مسيرة العمل المصرفي الإسلامي وعرقلتها على أداء مهامها ووظائفها، وأدت بها في الكثير من الأحيان للخروج على المبتغى المنوط بها، بالأخص في مجال التمويل القصير المدى.

ورغم هذا كله استطاعت المصارف الإسلامية وفي مدى زمني قصير أن تحقق العديد من الإنجازات، مما جعل الإقبال عليها يتزايد من ناحية عددها ومعدلات نموها، مستغلة بذلك مختلف الأزمات المالية العالمية المدمرة في بعض الأحيان، ابتداءً من الأزمة المكسيكية المالية في مطلع الثمانينات، واسوق المال لدول جنوب شرق آسيا في منتصف التسعينيات، وازمة الرهن العقاري الأمريكية الكبرى في سنة 2008، وعلى ضوء هذه الأحداث والأزمات المالية الدورية والمتتالية، وفي كثير من الأحيان على قناعات عقائدية للمفكرين والأكاديميين المسلمين الذين يفكرون في العودة الى التفكير في ضبط التعاملات المالية المختلفة بأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية ولحق بهم في الفترات الزمنية الأخيرة حتى بعض المالىين الغربيين الغير مسلمين في التوجه إلى البحث والتنقيب على الإطار العام الذي ينظم المالية الإسلامية. وبذلك تمكنت من الانتقال من مرحلة البناء والتأسيس إلى مرحلة التبنى و التوسع والانتشار.

يعد موضوع التنمية الاقتصادية بمفهومه التقليدي أو المستدام هو العمل الأكبر والهدف الأسمى الذي تتطلع إليه مختلف الدول لتحقيقه وخاصة الدول الإسلامية ونظرا لعدم قدرة المصارف الإسلامية لوحدها على مجابهة تقدم الموارد المالية الضرورية والكافية لتمويل مختلف المشاريع التنموية، فقد أصبح من الضروري التوجه ومحاكاة التطورات المالية للأسواق المالية التقليدية و البحث على خلق أسس لإنشاء وتطوير أداء سوق مالية إسلامية، تعمل وتسير وفق أحكام الشريعة الإسلامية والاجتهادات المترتبة عنها، حيث تعد حلا أفضل لحل المشاكل والقصور الذي تعاني منه المصارف الإسلامية والمعركة لمسيرة استمراريته وتطورها ونموها، ومنه علاجا ناجعا لمشكلة تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية في الدول الإسلامية، لأن السوق المالية التقليدية وبتقنيات تعاملها، ونوعية عمل أدواتها، تطرح العديد من المخالفات الشرعية المحظورة: كالربا، والقمار، والغرر.

إن نجاح الأسواق المالية الإسلامية وتطور أدائها ونموها، يعتمد على مدى نوعية وتنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق، وعليه يتطلب على العاملين في الحقل المالي الإسلامي من ابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية (تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية) من حيث العمل الفني من طريقة الإصدار، والتداول، الإدارة التي تعمل على تطوير أداء السوق المالية الإسلامية ومنه زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن الأدوات المالية الإسلامية الموجودة حاليا بمختلف أنواعها وأشكالها وطرق عملها الفني والمتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كالأسهم، والصكوك الإسلامية (بديل السندات التقليدية)، ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية تعد خطوة كبيرة من حيث تحريك عمل هذه الأسواق المالية الإسلامية من جهة وزيادة ثقة المستثمرين بفاعلية أدواتها .

كان للمخاطر المالية وعملية التحوط دوراً في خلق أدوات مالية حديثة (المشتقات المالية) كعقود الخيارات وعقود المستقبلات والعقود الآجلة الإسلامية، سوق تساهم في تحسين أداء السوق المالية الإسلامية ومنه العمل المصرفي والمالي الإسلامي.

1- مشكلة البحث:

نظراً لضعف قدرة المصارف التجارية في البلاد الإسلامية، على تجميع رؤوس الأموال الضخمة لتمويل مختلف العمليات الاستثمارية على المديين المتوسط والطويل، وضعف الأرصدة المتاحة لديها، فإن خيار اللجوء إلى الأسواق المالية أو (التمويل بلا وساطة) يعتبر تطوراً كبيراً، حيث أصبحت من الفضاءات الحديثة والحيوية التي تدعم مختلف عمليات التمويل خصوصاً لدى معظم الدول العربية والإسلامية وذلك من خلال دورها الحيوي وقدرتها الفنية على تجميع الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع التنموية الحيوية والإستراتيجية الحقيقية التي باستطاعتها المساهمة في خلق القيمة المضافة وزيادة معدل النمو الاقتصادي ودخل الأفراد والادخار.

إن ما ميز الأسواق المالية التقليدية هو أنها فرضت نفسها في مجال التحويل اللاموسيط للمدين المتوسط والطويل، غير أن عدم تطبيقها لأحكام الشريعة الإسلامية في تعاملاتها مع أنشطة تجارية أو إنتاجية أو خدمية تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية واحترام الجانب الأخلاقي الذي تتسم به مختلف التعاملات العامة أو الخاصة كالمالية منها، إضافة إلى بعض الفنيات المالية الحديثة التي تتعامل بالربا أو التدليس أو الغرر، مما يجعل من الصعوبة بمكان قدرة المصارف والمؤسسات الإسلامية الدخول فيها أو التعامل معها بمحظور شرعي كالربا، والممارسات السلوكية اللاأخلاقية في بعض التعاملات، والتدليس والتلاعب في أحياناً كثيرة بالبيانات الكمية، والتقارير المالية، وما الأزمات المالية لسنة 2008 (الرهن العقاري) لخبر دليل على ذلك.

ومنه بدأ المفكرين الإسلاميين وعلماء الشريعة في محاولاتهم لتوسيع السوق المالي الإسلامي من المصارف الإسلامية إلى خلق وإنشاء سوق مالية إسلامية (سوق الأوراق المالية الإسلامية) تخضع للضوابط الشرعية واجتهاداتها مدعومة بمختلف الهيئات الرقابة الشرعية، ومخابر بحث تعمل على تطويرها بخلق أدوات مالية ذات مستوى فني ومالي عالي مؤدية إلى تطوير أداء هذه الأسواق المالية الإسلامية ومنه تحقيق المبتغى من مقاصد وأهداف مختلف الإستراتيجيات التنموية.

إن ابتكار وتطوير الأدوات المالية الإسلامية تعطي فرصاً عديدة ومتنوعة أمام المستثمرين لخلق أفضل طرق النجاح وتطوير الأداء للأسواق المالية الإسلامية.

ومن هنا يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي:

ما الأثر الذي تحققه الأدوات المالية الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية؟ وخصوصاً في الدول الإسلامية والعربية؟

وتتفرع عن الإشكالية الرئيسية التساؤلات الفرعية التالية:

1- في ما تتمثل الأهمية التمويلية للأسواق المالية الإسلامية للدورة الاقتصادية والاستثمارية على المدى المتوسط والطويل؟

2- ما هي المعالم الأساسية من حيث المبادئ والخصائص والوظائف، والأهداف التي تُبنى عليها الأسواق المالية الإسلامية، وما هي متطلبات انشائها؟

3- ما هي كفاءات بناء الهيكل الإداري ونظام تسييره، و دور الهيئات المالية الإسلامية والرقابية الشرعية على أداء السوق المالية الإسلامية؟

4- ما هي مفاهيم وخصائص وأنواع ومميزات الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها وفق الضوابط الشرعية؟ وهل يمكن أن يكون لها أثر في أداء السوق المالية الإسلامية؟

5- ما هي أهم خصائص ووظائف وأهداف الابتكار والهندسة المالية الإسلامية؟ وهل لها القدرة على إنتاج أدوات مالية إسلامية جديدة يكون لها الأثر في أداء الأسواق المالية الإسلامية؟

2-فرضيات البحث:

على ضوء طرح الإشكالية الرئيسية وفروعها يمكننا بناء فرضيات البحث التالية:

1⁰-للأسواق المالية دور كبير وفعال في تمويل الدورة الاقتصادية للاستثمارات وتعد أداة تمويل باللاوساطة المالية على المدى المتوسط والطويل من ذوي الفائض المالي الى أصحاب العجز.

2⁰-للسوق المالية الإسلامية مبادئ وخصائص وأهداف تبنى عليها السوق المالية الإسلامية وفق مبادئ وأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

3⁰-يكون للأدوات المالية الإسلامية من أسهم وصكوك وصناديق استثمار أثر مباشر على أداء السوق المالية الإسلامية.

4⁰- للإبتكار والهندسة المالية الإسلامية لأدوات مالية جديدة أثر كبير في تحسين أداء السوق المالية الإسلامية.

3-أهداف البحث:

يحاول هذا البحث بلوغ الأهداف التالية:

1⁰-الإلمام وإبراز أهمية السوق المالية كفضاء للتمويل باللاوساطة المالية، ومدى أهميتها في تمويل مختلف الجوانب التنموية للاقتصاد القومي، وتوفير السيولة الضرورية لزيادة وتقوية حركة النشاط الاقتصادي في دورته من(استثمار -إنتاج-تسويق)،ومنه زيادة دخول الافراد والمؤسسات والحكومات، وارتفاع نسبة الادخار.

2⁰- انطلاقا من دراسة وتقويم سوق المال التقليدي، وبالمحاكاة والاحتكام إلى ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، نحاول إبراز الإطار العام للسوق المالية الإسلامية من مبادئ الاقتصاد والنظام المالي الاسلاميين، واهم مبادئهما وفلسفتهما التي يقومان عليها.

3⁰-البحث والتعرف على أنواع الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها والوقوف على مختلف العمليات الفنية الخاصة بعملها داخل السوق المالية الإسلامية.

4⁰-للأسهم والصكوك والصناديق الاستثمارية الإسلامية أثر في أداء السوق المالية الإسلامية .

5⁰-توضيح الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية و مدى قدرتها على ابتكار وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، ومن ثم أثرها على أداء السوق المالية الإسلامية.

4-أهمية الموضوع:

تكمن أهمية البحث فالآتي:

1⁰-لتحقيق الدول الإسلامية لأهداف التنمية الاقتصادية، يجب عليها أن تلجأ إلى السوق المالية الإسلامية كمول رئيسي لها، وإمكانية انتقال الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز في فضاء مالي أثبت جدارته في سلسلة الانتقال واحترامه لضوابط الشريعة الإسلامية.

2⁰-تجد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مشاكل كبيرة تعيق أداءها السليم إلى النجاح، وللخروج من هذا النفق يجب الاعتداد بالأسواق المالية الإسلامية كحل ناجع وناجح لتطورها وتحسين أدائها وزيادة ربحيتها.

3⁰-من خلال هذه الدراسة أثبتت الأدوات المالية الإسلامية فنيا بالإصدار و التداول، على انه يمكن تعويض الأدوات المالية التقليدية وتجنب العديد من المخاطر المترتبة على التعامل بها.

4⁰-إن هذه الدراسة تتطرق إلى الأدوات المالية الإسلامية إصدارا وتداولاً وأثرها في أداء السوق المالية الإسلامية.

5- منهج الدراسة :

البحث في مدى أثر الأدوات المالية الإسلامية بعد إصدارها وتداولها في أداء السوق المالية الإسلامية، فقد اتبع في هذا البحث منهجا نظريا يتبع التطبيقات على بعض الأسواق المالية الإسلامية لبعض الدول العربية والإسلامية، تم التطرق إلى أهم الأدوات المالية

الإسلامية وكيفية دمجها مع طريقة عمل السوق المالية الإسلامية، إضافة إلى دراسة حالة لبعض التجارب الموجودة لتكوين سوق مالية إسلامية في بعض الدول العربية الإسلامية.

وعليه ولطبيعة البحث ومن أجل اختبار صحة الفروض المطروحة والوصول إلى أهداف الدراسة، فإنه تم إتباع " منهج الأسلوب الوصفي التحليلي " الذي يؤسس على تجميع البيانات والمعلومات ووصفها ومدى ارتباطها بموضوع البحث ومنه دقة دراستها وتحليلها، للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، بالاستعانة بمختلف الجداول والإشكال والمنحنيات البيانية حسب الحاجة.

6- مصادر الدراسة:

يمكن الاعتماد في هذا البحث على مجموعة من المصادر المختلفة بالعربية والأجنبية كالمعاجم، والكتب والدراسات والأبحاث والمقالات، والمداخلات المنشورة في المجلات العلمية الدولية والوطنية المحكمة، وكذلك الاعتماد على بعض المواقع العلمية المعتمدة لوزارة التعليم العالي بالجزائر، وكذا مواقع المخابر العلمية لمختلف الجامعات الوطنية والدولية، وكذلك المواقع الالكترونية الرسمية للأسواق المالية محل الدراسة للاطلاع على التقارير الدورية والإحصائيات والأرقام السنوية والفصلية المتعلقة بموضوع البحث.

7- الدراسات السابقة:

في حدود امكانيات الباحث وتبع مختلف الدراسات العلمية المختلفة والمتعلقة بالأدوات المالية الإسلامية، والأسواق المالية الإسلامية من حيث المفهوم والخصائص وآليات عملها ومدى استجابتها للأسس والقواعد والضوابط الشرعية الإسلامية رغم حداثة الأدوات المالية (الوسائل) والأساليب الفنية لتطبيقها في الأسواق المالية الإسلامية، إلا أن أغلب الدراسات والبحوث المختصة في المعاملات المالية الإسلامية وفق الضوابط الشرعية ركزت على مختلف الصيغ الإسلامية، وعقود البيوع المتعلقة بها، مستمدة على عمق الدراسات الفقهية وتوسعها، إلا ما استجد من معاملات وأدوات مالية معاصرة، وجدت في العقود الثلاثة الأخيرة مجموعة من البحوث والدراسات المتعمقة في إيجاد حلول لمشاكل متنوعة أوجدتها المعاملات المالية التقليدية وكيفية محاكاتها وفق شروط وقواعد النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي، ومنها بحوث ودراسات اعتمدت أعدادها لتساير الاشكالات المالية نجد الكثير من هذه البحوث والاطروحات العلمية الحديثة اعتمدت على مختلف الابتكارات المالية الجديد ووضعها في قوالب الهندسة المالية الإسلامية لتصبح عملية وذات نفع لمختلف الأدوات المنضبطة بقرارات مختلف المجالس الفقهية والعلمية المجتهدة في هذا المجال.

وبعد الاطلاع على مجموعة كبيرة من الأبحاث والدراسات المتعلقة ببعض المواضيع، تبين أن أغلب الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل منفصل دون الربط بين الأدوات المالية الإسلامية وبين الأسواق المالية الإسلامية، فبعضها تطرق لموضوع السوق المالية الإسلامية، والبقية تناولته من جانب الأدوات المالية الإسلامية غير أن العديد من الكتابات العلمية من اطروحات ودراسات ومقالات المقترية في مضامينها من موضوع الدراسة بشكل منفصل من وعلى هذا الأساس اعتمدنا على بعض البحوث العلمية والاطروحات الأكاديمية التي تطرقت للأدوات المالية الإسلامية (كالأسهم الإسلامية، والصكوك، والصناديق الاستثمارية الإسلامية، وبعض منتجات الهندسة المالية الإسلامية...) ويمكن أن نذكر أهم الدراسات ومنها:

1- دراسة محمد الأمين ولد عالي، (سنة 2010) بعنوان "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة

ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية"، "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، عبارة عن أطروحة دكتوراه في الدراسات الإسلامية بكلية الشريعة بجامعة بيروت الإسلامية، تناول الباحث الى موضوع مقاصد الشريعة وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية، وقام بإجراء مقارنة بين السوق المالية في النظام الاقتصادي الربوي والسوق المالية الإسلامية موضحاً أهم البدائل المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية، كما درس امكانية التنظيم الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية، ومن ثم تطرق الى اهمية التنظيم القانوني لإقامة السوق المالية الإسلامية، واختتم دراسته ببعض النتائج والتوصيات مقترحاً التركيز على تطوير علم مقاصد

الشرعية الإسلامية ومواكبته للأحداث المالية المعاصرة، للتمكن الاسواق المالية الاسلامية من التطور والتوسع ومنافسة الاسواق المالية التقليدية.

2- دراسة نوال بن عمارة (2011)، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية" تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين وهو عبارة عن بحث علمي صادر في مجلة الباحث العدد 09 - جامعة ورقلة - الجزائر وخلصت الدراسة بعد تحليل الصكوك الإسلامية وأهميتها، وإبراز أهم أنواعها والضوابط الشرعية لإصدارها، وعرض أهم التحديات التي تواجهها وإستراتيجيات تطويرها، مبرزين الدور الفعال الذي تقوم به السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير والمصادقة الشرعية للأدوات المالية الإسلامية، الى النقاط التالية:

- تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، فتتمثل في صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم، والاستصناع، والإجارة...؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية؛
- هناك ثلاثة جهات تصدر الصكوك منها الحكومة، والبنوك والمؤسسات المالية والشركات؛
- هناك العديد من الصعوبات تواجه عمليات تداول وإصدار الصكوك الإسلامية ؛
- إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها؛
- تساهم السوق المالية الإسلامية الدولية بالمنامة دولة البحرين في دعم مسيرة تطوير الأسواق المالية الإسلامية؛
- تقوم السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين بالمصادقة الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛
- تقوم السوق المالية الإسلامية الدولية لإيجاد بدائل استثمارية جديدة، والاستفادة من الأدوات الاستثمارية العديدة المتاحة أمامها.

3-دراسة مسعودة نصبة، (سنة 2013)، بعنوان "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال (تجربة ماليزيا نموذجاً" وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، اجيزت بجامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، جاءت الدراسة ضمن ستة فصول، تناول الفصل الأول الركائز الشرعية لقيام سوق رأس المال الإسلامي، والفصل الثاني تضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي، أما الفصل الثالث فقد احتوى عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي، وخصص الفصل الرابع لإجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي، أما بالنسبة للفصل الخامس والسادس فقد درسا واقع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وكيفية الرقابة الشرعية داخله، وفي الاخير خلصت الباحثة الى جملة من النتائج: يعزى نجاح سوق رأس المال الاسلامي بماليزيا الى جودة وكفاءة الادارة المالية وارتباطها باللجنة الاستشارية الشرعية (الاسلامية) لهيئة الاوراق المالية الماليزية اذ يلعبان دوراً هاماً في تطوير سوق رأس المال الماليزي عن طريق تشجيع البحث والدراسات العلمية المعمقة في القضايا الاسلامية المعاصرة المرتبطة بمختلف المعاملات المالية المرتبطة بأنشطة وعمليات السوق المالية الاسلامية.

4-دراسة شافية كتاف(سنة 2014) بعنوان "دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية(دراسة تطبيقية لتجارب بعض الاسواق المالية العربية والاسلامية)،وهي عبارة عن اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة سطيف-1 وخلصت الى جملة من النتائج العلمية الهامة نذكر منها:

- تعد الاسواق المالية الاسلامية ذات قدر كبير من الالتزام بضوابط واحكام واصول التعاملات المالية الاسلامية، ولهذا فهي تخضع لرقابة بعض الهيئات والجهات الرقابية، تأتي في مقدمتها الهيئة العامة للسوق المالي الاسلامي في قطاع الادوات المالية الاسلامية، حيث تتمثل مهام الهيئة في مراقبة التراخيص وتنظيمها ومراقبتها، كما يتم اخضاعها هي ايضا الى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية المشرفة على جميع الجوانب الشرعية بالسوق المالي.

-استخلصت الدراسة ان الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت حاليا) تحتل مكانة كبيرة ولها أثر كبير على

اداء السوق الكويتي، حيث تتقدم على نظيراتها التقليدية بما يقارب 65% من مجموع الشركات المساهمة المدرجة، كما تشكل تداولات اسهمها على جذب عدد كبير من المستثمرين الذين يفضلون التعامل مع اسهم الشركات التي تلتزم بأحكام وضوابط الشريعة الاسلامية، وهو ما يؤثر على قوة هذا النوع من الشركات المساهمة الاسلامية لتصل الى امكانية انشاء بورصة اسلامية كويتية .

- كما خلصت الدراسة الى استنتاجات فما يخص المنتج المالي البديل عن السندات الربوية الا وهو الصكوك الاسلامية، حيث يتم اصدارها بالاعتماد على احد العقود الشرعية، ويجوز تداولها، واستردادها اذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات امثال الاعيان او المنافع او الخدمات او الحقوق بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك والبدء في النشاط الاستثماري، مع الالتزام بالضوابط الشرعية لأحكام الديون اذا تمت التصفية وكانت الموجودات تمثل ديونا، او تم بيع ما تمثله الصكوك بضمن مؤجل.

- تجدد عملية ادراج وتداول الصكوك في الاسواق المالية بعض الصعوبات التي تعرقل قدرتها على التوسع بالدرجة التي عليها السندات التقليدية، ومن بين العراقيل التي تعيق نمو وتطور الاسواق المالية الثانوية للصكوك الاسلامية:

صغر حجم السوق الأولية للصكوك ، وهيمنة الصكوك الغير قابلة للتداول وفق الضوابط الشرعية المتوفرة مثلاً في صكوك المراجعة، وسيطرة الصكوك القصيرة والمتوسطة على حساب الصكوك الطويلة الأجل.

- كما كان من استنتاجات الدراسة ان: الصناديق الاستثمارية الاسلامية، اذ يجوز تداول الوحدات الاستثمارية اذا كانت تمثل حصة شائعة في موجودات الصندوق الاستثماري حسب القيمة المتفق عليها بالتراضي بين الطرفين مع مراعاة الكثير من الالتزامات الشرعية وتفصيلها مع مساهمتها في تنشيط وتفعيل السوق المالية الاسلامية من خلال:

أ- جذب صغار المستثمرين الذين يرفضون التعامل الربوي، كما تمثل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق الاستثمارية الاسلامية في السوق المالية الاسلامية قوة شرائية كبيرة عن طريق قدرتها على توفير السيولة اللازمة للشركات مما يساعدها للإتجاه الى السوق المالية الاسلامية لتمويل انشطتها بدل اللجوء الى الاقتراض من المصارف ، كما يتم التعامل بصناديق الاستثمار الاسلامية بالأوراق المالية في السوق الثانوية مما يعمل على زيادة نشاط السوق.

- كما ساهمت الهندسة المالية الاسلامية في إيجاد العديد من المنتجات المالية الاسلامية المتعلقة بالعقود الآجلة والمستقبلية وفق التقيد بالضوابط الشرعية الصادرة من هيئات الفتوى والرقابة الشرعية رغم ضآلتها وصغر حجمها وتعقد الكثير من المعاملات.

- كما خلصت الدراسة الى القدرة على انشاء المؤشرات الاسلامية لأسواق الاوراق المالية الاسلامية، وهي عبارة عن مؤشرات تسير على خطى الاسهم الخاضعة للشريعة الاسلامية ومن اهمها مؤشرات داو جونز للسوق المالية الاسلامية حيث صدرت لتكون اول مؤشر معياري للإستثمارات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، اذ تعمل على قياس الأداء الاستثماري لشركات عالمية تعمل في مجال الأنشطة المباحة شرعا.

5- بحث كشاف شافية، وبن دعاس زهير(2014) قدم للمؤتمر الدولي " منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية: بين المالية التقليدية والمالية الإسلامية المنظم من طرف جامعة فرحات عباس-1 بسطيف " وبالتعاون مع "الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية" بماليزيا وذلك خلال يومي 5 و 6 مايو/أيار 2014م

وخلص البحث الى كيفية انشاء صناديق المؤشرات الاسلامية، وكذلك طريقة انشاء المؤشرات الاسلامية ايضا وذلك على النحو الآتي:

- لا تختلف طريقة إنشاء صندوق مؤشر متداول إسلامي عن نظيره التقليدي، إذ يتعين على الجهة الراغبة في إنشاء صندوق متداول إسلامي أن تتقدم بطلب للهيئة العامة للسوق المالية، يكون مشتملاً ومرفقاً به البيانات والمستندات التي تطلبها الهيئة (كاسم المؤشر المستهدف من عملية الإصدار؛ موافقة الجهة المسجل باسمها المؤشر؛ حجم الإصدار المتوقع وعملته؛ عدد الوثائق المتوقع إصدارها وقيمتها الاسمية.

- أنّ عملية إنشاء مؤشر إسلامي تتم على النحو التالي:

01- عملية المعاينة الشرعية: تعتبر إحدى الميزات الأساسية لجميع المؤشرات المطابقة للشرعية، إذ تتم معاينة طبيعة نشاطات الشركات بحسب مبادئ الشرعية، لاختيار الشركات المتوافقة واستبعاد التي لا تتطابق أنشطتها مع أحكام الشرعية، ليتم بعدها مراقبة النشاطات المالية ومعاينة الشركات لمختلف النسب المالية كالرافعة، والسيولة، وحصة الأرباح الناتجة عن أنشطة غير مطابقة للشرعية الإسلامية. إلا أنه وبعد أن كان تصميم المؤشرات يتبع سابقاً استبعاداً قاطعاً لجميع الأنشطة المحظورة كما هو الحال بالنسبة لمؤشرات داو جونز الإسلامية، فإنّ المنهجية الحديثة تميل إلى حذف الأرباح الناتجة عن هذه الأنشطة، والتي تكون عادة 5 % من مجموع الأرباح؛

02- التدقيق المالي: إنّ العنصر الأساسي في منهجية المؤشر ترتبط بالتدقيق المالي في الأسهم بناءً على مقاييس ومعايير مالية، والهدف من التدقيق هو معالجة مشكلة الشركات التي تمتلك رافعة مالية زائدة أو تلك التي تشكّل الإيرادات الربوية الجزء الكبير من مدخولها، وهناك مجموعة من النسب المتنوعة التي تدخل في الحسابات بهدف التدقيق المالي، غير أنّ أهم الاختلافات بين مزودي المؤشرات تكمن في استخدام رملة السوق أو القيمة السوقية للشركة بدلاً من مجموع أصولها، وإن كان استخدام رملة السوق يؤدي إلى عملية تدقيق أكثر ثقلية حتى مع اعتبار معدل اثني عشر شهراً، بينما يرتبط مجموع الأصول أكثر بالمقاييس الضمنية في الموازنة التي يتم بتحليلها؛

03- تصفية حصص الأرباح: تهدف عملية التطهير وتصفية الأرباح إلى تخفيف تأثير إدراج الدخل الناتج عن الإيرادات الربوية أو الأنشطة المحظورة، حيث يتم تحديد الدخل غير المشروع وإيداعه في حساب خاص لصرفه في الأعمال الخيرية؛

04- التعرّض إلى المؤشرات الإسلامية: نتيجةً لعمليات التدقيق المختلفة، فإنّ مستوى المطابقة للشرعية يختلف بشكل ملفت عن المؤشر الأساسي، فإذا أراد المستثمر اختيار منفذ لأسهم الأسواق المتقدمة، كالتّي يمثّلها مؤشر مورغان ستانلي العالمي مثلاً، فيمكنه بسهولة التعرّف على الاختلافات الناجمة عن عملية التدقيق عند المقارنة بمؤشر مورغان ستانلي الإسلامي العالمي.

06- دراسة مرضي بن مشوح العنزي (2015)، "فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية"، وهي متمثلة في أطروحة دكتوراه قدّمت إلى قسم الفقه في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة القصيم، بالمملكة العربية السعودية، وتعد إحدى الدراسات العلمية التأصيلية الضرورية للمهندس المالي الإسلامي للتقيد بها من الناحية الشرعية، وفتح مجال الابتكار لأدوات مالية إسلامية جديدة لها القدرة والكفاءة المالية والاقتصادية للتأثير على حركية الأسواق المالية الإسلامية واعطائها القدرة على منافسة نظيرتها التقليدية، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النقاط الهامة نذكر منها:

- تتميز الأدوات المالية المبتكرة أو المطورة بالهندسة المالية الإسلامية بميزتين: الميزة الأولى: المصادقية الشرعية، والثانية: الكفاءة الاقتصادية.

- للهندسة المالية ضوابط خاصة بها متمثلة في عدم مخالفتها للشرعية الإسلامية، وسلامتها من العيوب الشكلية للعقود.

- كما للمهندس المالي ضوابط خاصة به تتمثل في الخبرة والدراية بالعمل المصرفي ونظامه، والعلم بالسوق واحتياجاته.

- من ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية ذكر: بيع الوفاء، وبيع الاسترجار، وبيع العينة، والسفّتجة، والتوريق، والاجارة الموصوفة في الذمة، والاجارة المنتهية بالتملك، وبيع المراجعة للآمر بالشراء، والسلم الموازي، والصكوك الإسلامية لتنشيط العمليات الكبيرة في الاقتصاد.

07- دراسة يمينه ختروسي، (سنة 2017) بعنوان "متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية"، وهي أطروحة دكتوراه علوم تخصص علوم اقتصادية بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بجامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، الجزائر للسنة الجامعية 2016/2017،

- تتمثل أهمية إقامة سوق أوراق مالية في أي اقتصاد من خلال مجموعة من الأدوار التي تؤديها على مستويات متعددة داخل اقتصاد الدولة، متمثلة بالدرجة الأولى في القدرة على توفير السيولة اللازمة لعملية التداول، فوجود سوق أوراق مالية ذات كفاءة عالية يسهل

عملية تحويل الموارد الحقيقية من أوراق مالية إلى نقدية أو العكس، بمعنى وجود سوق مالية فعالة للأوراق المالية يؤدي إلى توفير سيولة مرتفعة للأصول المالية، ومنه إلى انخفاض تكلفة التمويل، وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال المستثمرة في مختلف المشاريع الاقتصادية، وعليه فإن وجود سوق نظامية ومتطورة للأوراق المالية تحت إشراف الدولة يعمل على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وخلق مناخ استثماري ملائم.

- تعتبر الشبهات التي تميز معظم الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية التقليدية بمختلف عملياتها دافعا كبيرا للتفكير في إيجاد سوق مالية بديلة تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية، لتقوية أسلوب الشفافية والمسؤولية التي تعتبر احد الركائز الاسلامية لمبادئ الشريعة الاسلامية.

- تتطلب عملية إنشاء سوق أوراق مالية تخضع في عملها لمبادئ الشريعة الإسلامية إلى توفر مجموعة من الشروط، أولها الشروط الشرعية التي يعتمد على أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد محرم، ثانيها الشروط الفنية التي تتضمن كل الإجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأوراق المالية، وثالثها الشروط المهنية التي تتمثل في الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأداة المتداولة والجهة المصدرة لها.

- هناك اختلاف بين عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية من التنظير، وبين عملها في العمليات الميدانية، وسبب هذا الاختلاف يعود إلى عدم الالتزام بالمعايير الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق، إضافة إلى الفوارق والاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات المالية.

- تعد السوق المالية في دولة ماليزيا ومملكة البحرين قائمتا بعمل كبير ومهم، ونشاط مستمر في عملية تنظيم عمل سوق رأس المال الإسلامية، وفي تنظيم سوق الصكوك الإسلامية من خلال ابتكار وسائل استثمار جديدة في شكل منتجات جديدة كالريبو (إعادة الشراء)، وفي الاتفاقيات الدولية من أجل توحيد الدعائم الخاصة في تعزيز وتوحيد الأدوات المالية الإسلامية.

- توفر الصكوك الإسلامية فرصاً كبيرة لزيادة معدلات نمو سوق الأوراق المالية الإسلامية التي تعد احد العمليات المهمة للتنطوير المستدام لصناعة التمويل الإسلامي، وقد جذب ظهورها عددا كبيرا من المستثمرين من الداخل والخارج، لأنها تنشئ إطاراً لمشاركة عدد كبير من المستثمرين في تمويل المشاريع في القطاعين العام والخاص، بما فيها البنية التحتية، مع القدرة على إصدار العديد من الصكوك ذات الأهداف المحددة والطرق والصيغ المتعددة، مع مراعاة احكام وقواعد الشريعة الإسلامية، ويتوقف عائدها على الدخل الذي تحققه الأصول أو المشاريع التي تقوم عليها، إضافة إلى أن إصدار الصكوك يتطلب الآتي: قوانين ملائمة لحماية مصالح المستثمرين والمُصدِّرين، ومعايير محاسبية ملائمة، مع دراسة السوق المستهدفة، مراقبة العقود، التدقيق الملائم للبيانات المالية إلى المستثمرين وتقديم خدمة ذات جودة قياسية إلى العملاء.

٥8-دراسة(قط سليم-ونصبة مسعودة)(2018)، "الصكوك المالية الاسلامية بين اهمية تفعيل اسواق رأس المال الاسلامية ومخاطر تداولها"، وهي عبارة دراسة بحثية صادرة عن مجلة الاقتصادات المالية البنكية وإدارة الاعمال، بجامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 7/ديسمبر 2018، واستخلصت الدراسة على ان أثر التصكيك الاسلامي على كفاءة سوق رأس المال الاسلامي تتمثل في النقاط التالية:

-لكي تتمكن الاسواق المالية الاسلامية من أداء وظيفتها الرئيسية لابد وان تكون على درجة عالية من الكفاءة أي القدرة على تخصيص وتوجيه الموارد المالية بطريقة كفؤة بإستعمال معيار كفاءة التسعير للأدوات المالية الاسلامية المتداولة في السوق المالية والتي تعبر عن سرعة تدفق المعلومات الجديدة وبتكلفة متدنية للسوق لكي تتمكن من خلق اسعار للأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة، وكفاءة تشغيل تخلق توازن بين العرض والطلب على الادوات المالية حتى لا يتعرض المتداولون تكلفة كبيرة لعملية السمسرة.

- ان حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدوا عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل الى آخر، الا انه يجب الاهتمام بالسوق الأولية التي تربط الاسواق المالية بإحتياجات الاقتصاد الوطني وامداد مختلف المشروعات بالموارد المالية اللازمة لخلق قيمة مضافة حقيقية وذلك عن طريق عدة مؤشرات (الاهمية النسبية للإصدارات الأولية نسبة الى الناتج الوطني).
- تشكل الادوات المالية الاسلامية احدى القنوات الجيدة لتحقيق تعبئة للموارد المالية وتوجيهها للمشاريع الاستثمارية الانتاجية، خاصة الصكوك الاسلامية المرتبطة بمشاريع ذات اصول حقيقية.
- الاسواق المالية الاسلامية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية المدخرة، وابتعادها عن أنشطة المضاربة الهدامة، وانضباطها بأحكام الشريعة الاسلامية.

9- بوشلاغم نور الدين (2019)، "الهندسة المالية الاسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية-دراسة لنماذج مالية اسلامية مبتكرة-"، وهي عبارة عن اطروحة دكتوراه بكلية الاقتصاد، جامعة وهران-2- الجزائر حيث ركزت الدراسة على بعض النماذج المبتكرة بفضل الهندسة المالية الاسلامية في كل من ماليزيا، والسودان، والاردن وخلصت الى جملة من النتائج نذكر منها:

- على غرار الهندسة المالية التقليدية استطاعت الهندسة المالية الاسلامية ان تبعد تشكيلة من المنتجات لأدوات مالية اسلامية تتوافق من جهة مع ضوابط الشريعة الاسلامية، ومن ناحية اخرى تحقق خيار الكفاءة المالية والاقتصادية في تعظيم العوائد وتجنب الكثير من المخاطر.

- يحقق نموذج الاجارة المنتهية بالتمليك الكفاءة الاقتصادية المطلوبة ، ولكن اجمعت جميع المجامع الفقهية، والهيئات العلمية الشرعية في البداية على عدم شرعيته لكونه يمثل عقدين في عقد واحد، الا انه بعد ادخال بعض التعديلات من طرف الهيئات الشرعية التابعة للمصارف الاسلامية والاسواق المالية وادخال بعض الشروط الواجب التقيد بها، كأن يكون هناك عقدين منفصلين من حيث الزمان بأن ان يتم ابرام عقد البيع بعد عقد الاجارة، او وجود وعد بالتمليك في نهاية مدة الاجارة، والخيار يوازي الوعد في الاحكام، وعليه فهو يحقق مبدأ الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية.

- اما بالنسبة لنموذج الصكوك الاسلامية للحكومة السودانية، فيلاحظ التطور المتزايد لمدة عقدين من الزمن الذي شهدته عملية اصدارها، ومدى قدرتها على المساهمة في تمويل جزء كبير من عجز الموازنة العامة للدولة، وفي تنويع ادوات ادارة السيولة للجهاز المصرفي السوداني، وفي قدرتها على تمويل مختلف المشاريع التنموية الكبرى، وبالتالي فهي قادرة على تحقيق الكفاءة المالية والاقتصادية، وكذلك التقيد بالضوابط الشرعية المطلوبة.

8- اطار وحدود الدراسة:

من اجل التركيز على مناقشة الاشكالية الرئيسية وما تبعها من تفاصيل الاشكالات الفرعية المنبثقة عنها وإثبات حل الفرضيات التي تمثل اجابات نظرية محتملة لأسئلة الاشكالية الرئيسية والفرعية تم تحديد الحدود الموضوعية، والمكانية، والزمنية لمعالجة الموضوع بالطريقة التالية:

8-1- الحدود الموضوعية:

يختص هذا البحث بالأدوات المالية الاسلامية من الناحية المالية ومدى أثرها في اداء الاسواق المالية الاسلامية، في اطار وحدود ومبادئ واحكام الشريعة الاسلامية، لهذا لا نتعرض في هذه الدراسة لمدى مطابقتها بشكل تفصيلي لإحكام الشريعة الاسلامية ولا نخوض في المسائل الخلافية الفقهية الا بقدر ما يخدم الاهداف الرئيسية للدراسة، اذ تم الاعتماد على المسائل الفقهية وبشكل يقرب لإجماع علماء الامة وفقهاؤها بشكل رئيسي على غرار: قرارات مجمع الفقه الاسلامي الدولي، التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي بمدينة بالملكة العربية السعودية، والمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية باعتبارها الهيئة التي تعمل على توحيد جهود العلماء والفقهاء بين مختلف المؤسسات المالية الاسلامية.

لقد ركزت الدراسة على ماهية الاسواق المالية الاسلامية وشروط وعوامل انشائها وتقسيماتها واختصاصاتها ونظمها المالية الاسلامية، ومختلف هياكلها الادارية، ودور التشريعات القانونية في تنظيمها وتسييرها وفق احداث الطرق والوسائل وفق ضوابط الشريعة الاسلامية.

كما تم التركيز على مختلف الادوات المالية الاسلامية المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية من اسهم، وصكوك اسلامية، وصناديق استثمارية اسلامية، وبعض المنتجات المالية الاسلامية المبتكرة بواسطة الهندسة المالية الاسلامية، ومدى اثرها في اداء الاسواق المالية الاسلامية.

8-2- الحدود المكانية:

- لقد تم التركيز على اهم التجارب ومحاولات انشاء اسواق مالية تنضبط بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، كنداول اسهم الشركات الاسلامية او المتوافقة مع مبادئ وأحكام الشريعة الاسلامية في سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة) ومدى اهميتها من حيث قيمة وعدد الاسهم المتداولة والشركات المدرجة في بورصة الكويت.

- اما من حيث الصكوك الاسلامية فتم التطرق لمختلف الدراسات الاحصائية لواقع سوق الصكوك لجميع اصداراته منذ نشأته الى نهاية فترة الدراسة، ولمسح كل الاصدارات تم الاعتماد على تقارير مجلس الخدمات المالية الاسلامية بكولامبور باليزيا (IFSB)، والسوق المالية الاسلامية الدولية بالمنامة بمملكة البحرين (IIFM)، كما تم التطرق الى تجربة السوق المالي الاسلامي الماليزي باصداره وتداوله لمختلف انواع الصكوك الاسلامية وما تمثله بالنسبة الى السوق المالية الاجمالية الماليزية، ومدى اثرها في اداء هذا السوق.

- اما ما تعلق بالصناديق الاستثمارية الاسلامية فلقد تم الاعتماد على دراسة حالة السوق المالي السعودي باعتباره ذو تجربة رائدة في هذا النوع من الادوات، اذ تشكل الصناديق الاستثمارية الاسلامية الأغلبية داخل السوق المالي السعودي وذلك من حيث عددها وحجم أصولها المالية وعدد المشتركين في هذه الصناديق بمختلف انواعها الاستثمارية وقدرتها على التأثير بشكل كبير نسبيا على اداء السوق المالية السعودية من حيث المؤشر العام للسوق، والقيمة السوقية.

- من حيث الابتكارات المالية والتطبيقات المتعلقة بالهندسة المالية الاسلامية فتم اختيار السوق المالي الاسلامي الماليزي كونه صاحب التجربة والتنوع والتطوير في هذا المجال، اذ تم اختيار اهم الابتكارات المالية للعدد من الادوات المالية الاسلامية، وتوضيح مدى قدرتها على التأثير لأداء السوق المالي الاسلامي.

8-3- الحدود الزمانية:

لقد تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة متنوعة من الاحصائيات والبيانات لفترات زمنية مختلفة فمن حيث الاسهم بالسوق المالية الكويتية فأخذنا الفترة الممتدة من (2012 الى 2020)، اما ما يخص دراسة الصكوك الاسلامية من حيث اجمالي الاصدارات الدولية فتم الاعتماد على احصائيات الفترة الممتدة من (2001 الى 2020)، اما اثرها في السوق المالية الاسلامية الماليزية فتم تحديد احصائيات الفترة الممتدة من (2010 الى 2020) لتوفر احصائيات حول الشركات الاسلامية وامكانية استخراج كل ما يتعلق بها من الاحصائيات الاجمالية للسوق، كما تم اخذ مختلف التقارير السنوية والفصلية والربعية والشهرية لدراسة الصناديق الاستثمارية الاسلامية في السوق المالية السعودية للفترة الممتدة من (2010 الى 2020)، اما ما يخص الهندسة المالية الاسلامية وابتكارات بعض ادواتها المالية الاسلامية في سوق المالي الاسلامي الماليزي فتم تحديد الفترة الزمنية الممتدة من (2010 الى 2020).

9- صعوبات الدراسة:

تعد الصناعة المالية الاسلامية بشكلها المعاصر حديثة العهد اذا ما قورنت بالتقليدية لا من حيث المبادئ وطرق عملها، مما جعلها في بداية طريقها نحو الهيكله وايجاد التقارير التفصيلية والاحصائية الخاصة بها، مستقلة عن التقليدية، على الرغم من وجود محاولات جادة لذلك كالتجربة الماليزية وبعض المحاولات في دول مجلس التعاون الخليجي (البحرين، الكويت، والسعودية، دبي) وبعض الدول العربية

الأخرى كالسودان والمغرب وغيرها، مما أدى الى مضاعفة الجهود للحصول على احصائيات مفصلة على الصناعة المالية الاسلامية من بعض الهيئات والمنظمات الاسلامية العاملة على تطوير هذه الصناعة.

كما شكل العارض الوبائي في تغيير خطة العمل والاعتماد على التبادلات عبر الاتصالات الالكترونية، وعدم القدرة على الولوج لكثير من البلدان للوقوف على تجاربها والحصول على التقارير الاحصائية الاسلامية التي تخدم الدراسة بأكثر دقة وتفصيل.

10- خطة وهيكل الدراسة:

للتحكم في البحث والوصول إلى أهداف الدراسة، وللإجابة على إشكالية البحث الرئيسية وفروعها، وثبات الفرضيات المطروحة لتأكيدھا، فقد تم اعتماد تقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة عامة تتبع بستة فصول رئيسية وخاتمة.

ففي الفصل الاول المعنون بالاطار النظري للأسواق المالية ، حيث تطرقت الى الدراسة في المبحث الاول الى ماهية الفائض في الاقتصاد وكيفية استخدامه وانتقاله، وتنظيمه عن طريق ظهور نظم مالية ومؤسساتها، والتطرق الى نشأة و ماهية الاسواق المالية التقليدية، وانواعها ، وتقسيماتها التقليدية والحديثة وكيفية العمل داخلها، ثم التطرق في المبحث الثاني الى الاطار النظري للأسواق المالية الاسلامية، وما هو جوهر الاختلاف بينها وبين التقليدية، وكيف ان للنظام المالي والاقتصادي الاسلامي خصوصيات وضوابط اخلاقية يبنى عليها وتتم من خلالها جميع المعاملات المالية بين الافراد والمؤسسات التجارية والصناعية، ثم تم التطرق في المبحث الثالث الى مكونات ومتطلبات إنشاء اسواق مالية اسلامية تنافس التقليدية بمقاييس ومؤشرات لأدائها ، وبناء تقديرات واستراتيجيات مستقبلية لإتخاذ القرار المناسب لتحقيق العوائد المستهدفة والتقليل من المخاطر المالية والسوقية والاقتصادية المحتملة.

اما الفصل الثاني فتم التطرق الى موضوع اخذ اهمية كبيرة والمتمثل في تقنيات التنظيم والتسيير الاداري والرقابة الدائمة من طرف الهيئات الرقابية لمتابعة كل العمليات الضرورية للمحافظة على اعطاء جميع المتعاملين نفس الفرص المتاحة والمحافظة على استقرار الأسواق، ومتطلبات وشروط التعامل داخل السوق، وكذلك انشاء المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الاسلامية، وتجربة سوق دبي الرائدة في هذا المجال.

اما الفصل الثالث فتم التطرق الى مفهوم الاسهم الاسلامية ومدى تقيد شركاتها بضوابط الشريعة الاسلامية، حيث تم تحديد الضوابط الشرعية لعمليات الاصدار والتداول ومدى تكامل الجانب القانوني لذلك.

كما تم دراسة حالة تطبيقية على سوق الاوراق المالية الكويتية(بورصة الكويت) باعتبار ان نسبة الشركات المدرجة في السوق المالية اسلامية او متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية، وقد تم استعمال اهم مؤشرات أداء السوق من حيث عدد الشركات والصفقات، والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، والرملة السوقية المعبر عنها بمدى قدرة السوق على جذب اكبر نسبة من الناتج الوطني الاجمالي الى الاستثمار داخل السوق المالية عن طريق الشركات الاقتصادية المتواجدة في السوق الكويتية.

كما تم في الفصل الرابع التطرق الى الصكوك الاسلامية ومدى تطورها في الفترة الأخير وخاصة مع تطور الهندسة المالية الاسلامية وذلك من ناحية تحديد مفهومها وخصائصها وأنواعها وصيغها الاسلامية المتداولة وأهميتها بالنسبة للأفراد والمؤسسات والاسواق المالية، وأهم التطورات الكمية لحجم الاصدارات على المستوى العالمي والدولي والمحلي، وتم اختيار السوق المالي الاسلامي الماليزي نظراً لتطوره كنموذج ناجح رغم المدة الزمنية القصيرة للتجربة، حيث تطرقت الدراسة الى أهمية النظام المالي وسوق رأس المال الاسلامي الماليزي في انشاء مناخ استثمار متوافق مع الشريعة الاسلامية عمل على جذب رؤوس الأموال المستثمر المحلية او الاجنبية الاسلامية، كما تم التطرق الى عملية اصدارها وتداولها وفق ما اتفق عليه العلماء والجامع الفقهي والهيئات الاسلامية، وفي الأخير تم دراسة وتوضيح الأثر الذي تحدثه هذه الصكوك على السوق المالي الاسلامي الماليزي ومقارنتها بالسوق المالي التقليدي.

كما تم في الفصل الخامس التطرق الى الصناديق الاستثمارية من حيث المفهوم، والانواع، واهم الضوابط الشرعية لها، وتم اختيار السوق المالي السعودي كونه يعتبر رائداً في التعامل بمثل هذه الصناديق مشكلاً نسبة كبيرة من اصول هذه الصناديق تعمل وفق ضوابط الشريعة

الاسلامية، حيث تم التطرق الى حجم اصولها وعدد المستثمرين فيها، وعددها ، واستخلاص مدى اهميتها وتأثيرها على السوق المالي السعودي.

وفي الاخير تم التطرق في الفصل السادس الى الابتكار والتطوير بإستعمال الهندسة المالية الاسلامية المنضبطة بقواعد واصول واحكام الشريعة الاسلامية، حيث تمت دراسة مفهوم الابتكار والابداع ودورها في حل الكثير من المشاكل المالية داخل هذه الاسواق بإستعمال كل الفنيات المشروعة من الهندسة المالية الاسلامية لخلق ادوات مالية ابداعية لها القدرة على التأثير على السوق المالية الاسلامية، فتم تحديد ضوابط التعامل بالعقود الآجلة، والمستقبلية وشروطهما، كما تم تحديد كيفية التعامل عقود خيار الشراء او البيع او كليهما وفق احكام الشريعة الاسمية.

كما تمت دراسة التوريق وتحديد كيفية التعامل به وفق حدود الشريعة واستبداله بالتصكيك الاسلامي، وازهار اهمية المشتقات الاسلامية ودورها في التأثير على السوق المالية الاسلامية رغم قصر التجربة مقارنة بالأسواق المالية التقليدية.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

تعمل الاسواق المالية وفق منظور فلسفي خاص انبثق عن توجهات اقتصادية حرة (رأسمالية) ونظم مالية خاصة بها تبلورت عبر الزمن بإيجاد طرق ونظم فنية واشكال تنظيمية وقوانين تشريعية تعمل على تفعيل دورها التمويلي الشفاف ذو الحساسية العالية من ناحية نوع المعلومات ومصادرها ومصداقيتها حمايتها من كل التلاعبات الممكنة الحدوث، ولوائح وتعليمات دقيقة تطبقها هيئات رقابية خاصة مهمتها الاساسية الحفاظ على مصداقية وقدرة الاسواق المالية على تجاوز كل المخاطر المحيطة بها من غش واحتكار والتحايل وكل الأعمال والمعاملات غير أخلاقية .

وتطورت في العقدين الاخيرين الاسواق المالية التقليدية بدرجة عالية، وخاصة بعد التطورات التكنولوجية الرقمية في عالمها الافتراضي مما ترتب عليه من عوالة لهذه الاسواق المالية وسرعة انتقال المعلومات والتدفقات المالية الدولية فيما بينها، ما أدى الى ظهور وزيادة في المخاطر المالية السوقية وحدوث الازمات المالية الدولية الغير متوقعة ، مثل الازمة المالية الاخيرة لسنة 2008 ، مما أدى الى زيادة فرض قوانين وتنظيمات ومعايير دولية أكثر شفافية ومقاييس موحدة عالميا لتحديد وبأكثر فعالية المفاهيم المتعلقة بالشفافية والتعاطي بدقة عالية مع المعلومات لمختلف الاطراف العاملة داخل السوق المالية، وظهر مفهوم الحوكمة في رشادة التسيير الميداني سواء على الشركات المدرجة او على السوق المالية نفسها او على الوسطاء والسماصرة المعتمدين من قبل الهيئات الرقابية للسوق المالية.

كما عملت الابداعات والابتكارات الحديثة على خلق ادوات ومنتجات مالية جديدة لعبت طرق الهندسة المالية لبلورتها وجعلها منتوجات قابلة للتطبيق العملي (المشتقات المالية) بمختلف صيغها وطرق عملها دورا كبيرا في تطوير الاسواق المالية وتسريع الكثير من العقود وزيادة المبالغ المالية المتداولة وخلق سلاسة في زيادة مقدار السيولة ،مع العمل وزيادة الرقابة عليها وهذا بخلق مختلف الآليات التي تعمل على الحد من مخاطرها.

ظهرت الاسواق المالية الاسلامية في العقود الستة الأخيرة، بشقها المصري وسط قوة ومنافسة الاسوق المالية التقليدية، وازداد الاهتمام بها بعد الازمة المالية لعام 2008 ،لما اظهرته من صلابة ومرونة كافية لمقاومة المخاطر المتنوعة أكثر من الاسواق المالية التقليدية. ويعود هذا الى اختلاف الرؤية الفلسفية للأساسيات التي يركز عليها الاقتصاد الاسلامي ومنه النظام المالي الخاص به.

وهذا ما سنقوم بتوضيحه من خلال هذا الفصل من البحث عن تاريخ نشأة الاسواق المالية، وتحديد مفاهيمها وخصائصها وانواعها وعملها وعوامل ظهورها وتطورها، ومنه الى مبادئ الاقتصاد الاسلامي ونظامه المالي حتى نتمكن من معرفة طريقة عمل الاسواق المالية الاسلامية الناشئة ونوعية الادوات المالية الاسلامية المتوافقة مع مختلف الصيغ الاسلامية المعتمدة على النصوص القرآنية وأحاديث السنة النبوية الصحيحة واجماع علماء الامة الاسلامية على مختلف العقود والمعاملات المالية الاسلامية المتفق على جوازها.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث رئيسية على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية التقليدية؛

المبحث الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية الاسلامية؛

المبحث الثالث: مكونات الاسواق المالية الاسلامية ومتطلبات انشائها؛

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

ظهرت الاسواق المالية بصورتها الحالية بعد مرورها بتطورات كبيرة عبر قرون عديدة من الممارسات النقدية والمالية للأفراد والقبائل والدول، فكانت المرحلة الأخيرة تعد من أدق مراحل تطورها، إذ أصبحت هي الشريان الحقيقي لتمويل مختلف العمليات المالية التي تتم بين جهتين متعاكستين احدهما تشكلت لديها فوائض مالية مدخرة يُرَادُّ استثمارها، واخرى لديها الفكر الاستثماري ولكن تعيش مرحلة العجز المالي لاستثماراتها، ومن هنا جاءت همزة الوسط بين الطرفين لتحريك الفوائض وخلق الفرص الاستثمارية المتعددة لزيادة الثروة والنمو الاقتصادي للبلدان.

وفي هذه الدراسة سنقوم بسرد المراحل التاريخية لنشأة الاسواق المالية، وكيفية ظهورها بالشكل الحالي، وماهيتها، وتقسيماتها ودور كل منها في العملية التمويلية.

وقسم هذا المبحث الى ثلاثة مطالب:

المطلب الأول: ماهية الفائض في الاقتصاد واستخداماته

المطلب الثاني: ماهية الاسواق المالية

المطلب الثالث: الوظائف والمتعاملون وأنواع الاسواق المالية

المطلب الأول: ماهية الفائض في الاقتصاد واستخداماته

تمهيد:

سنتناول في هذا المطلب كيفية ظهور الفائض المالي وعملية انتقاله الى شرايين الاقتصاد، والطرق التي تم بها استخدامه، ثم ندرس ماهية النظام المالي ووظيفته ودوره في تنظيم الدورة المالية في مختلف القطاعات الاقتصادية، ثم نتطرق الى المؤسسات المالية المحتاجة الى التمويل، ومنه الى تعريف الاسواق المالية ، وتحديد فكرة وآلية عملها، ثم نحدد مختلف الأطراف الفاعلة في السوق المالية، وفي آخر المطلب ندرس النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية التقليدية حتى نتمكن من معرفة الكثير من الآليات التي بدأت بها والتطورات التاريخية لمختلف العمليات المالية.

1-الفائض في الاقتصاد

1-1-ظهور الفائض في الاقتصاد: وجدت ظاهرة المبادلة طريقها إلى النشاط الاقتصادي مع تحقيق الإنسان فائضا في إنتاجه عن استهلاكه وحاجته إلى مبادلة ما تحقق من فائض بما يحتاجه مما ينتجه الآخرون.

وقد أدى اتساع أنواع السلع المتعامل عليها وضخامة حجم وقيمة المعاملات، إلى اختراع النقود لتيسير تنفيذ المبادلات التجارية والمعاملات المالية.

ومع استمرار التوسع في النشاط الاقتصادي وتزايد سرعة دوراته ظهرت فجوة في العلاقة بين الموارد المتاحة الحاضرة واستخداماتها فاحتل تعادل الميزان بين الإمكانيات والاحتياجات.

ومن خلال التقسيم الوظيفي والقطاعي للأنشطة الاقتصادية ظهر الادخار الموجب والسالب والاستثمار الموجب والسالب وظهر الفائض كتعبير عن تجاوز الدخل المتاح التصرف فيه للإنفاق الفعلي (الادخار الموجب) والعجز عن تجاوز الإنفاق المخطط للدخل المتاح التصرف فيه (الادخار السالب المخطط).

1-2-انتقال الفائض في الاقتصاد: وفي أبسط نموذج للتدفق الدائري الدخل/ الإنفاق ظهر القطاع المصرفي كحلقة وصل بين القطاع العائلي والقطاع الإنتاجي (الادخار/ الاستثمارات) ليوفر قنوات نقل الفائض من قطاع ظهوره إلى قطاع استخدامه وذلك بمجرد ظهور هذا الفائض خارج القطاع المنشأ فيه.

الادخار الموجب يعكس حالة في الودائع لدى الجهاز المصرفي كالتزامات من هذا الجهاز نحو مُصدِر الودائع، ويقوم الجهاز المصرفي -في مقابل ظهور هذه الودائع عنده وسماع التشريع القانوني المصرفي باحتفاظ البنوك باحتياطي (قانوني) جزئي مقابل التزاماته في شكل ودائع لديه -بتوفير تسهيلات ائتمانية وقروض وسَلَفِيَّاتٍ جاهزة للاستخدام عند الطلب بشروط معينة هذا من جانب وحدات العجز.

إن ظهور المصارف في هذه الحالة كان تلبية لاحتياجات النشاط الاقتصادي، فالمصارف تستوعب المعاملات التي تحتاج للخدمات التي يقدمها هذا القطاع وأدوات تنفيذ هذه المعاملات، وأطراف التعامل في السوق من خلال الوساطة بينهم، ويمثل الائتمان نشاطا رئيسيا للقطاع المصرفي بترتيب حقوق والتزامات حاضرة تفتح مراكز دائنة ومراكز مديونية يقابلها التزامات وحقوق في المستقبل تغلق تلك المراكز التي كانت مفتوحة.

1-3-استخدام الفائض في الاقتصاد: من خلال التساوي بين الحقوق والالتزامات الحاضرة، نشأت التزامات وحقوق في المستقبل، وظهرت الحاجة للائتمان لإعطاء النشاط الاقتصادي قدر أكبر من المرونة في التعامل مع طاقة (زخم) أكبر وأسرع لحركة الموارد النقدية والمالية المتاحة في الاقتصاد، وأفرز واقع العلاقات الناشئة عمومية الادخار بين قطاعات النشاط الاقتصادي وخصوصية الاستثمار في قطاع الإنتاج¹.

¹ - محمد عزت غزلان، "اقتصاديات النقود والمصارف"، دار النهضة العربية، لبنان، 2002، ص-ص: 79-81

هذه البيئة الاقتصادية توصيفا للعلاقات التي ظهرت وتحدد تعريفها اسماً ومضموناً في مصلح التّمويل كنشاط يفتح قنوات بين القطاعات المحققة للفائض (الدخل الفعلي < الإنفاق الفعلي) والقطاعات التي ظهر فيها العجز (الإنفاق المخطط < الدخل الفعلي). التمويل كنشاط اقتصادي احتاج تأسيس وحدات اقتصادية للتعامل فيه، سواء وحدات متخصصة في تمويل نشاط اقتصادي معين أو وحدات تخدم كل أنشطة الاقتصاد، من مؤسسات عرفت باسم "مؤسسات الوساطة المالية"، ودورها الأساسي في إقامة قنوات ربط بين الوحدات المحققة للفائض والوحدات التي تولد عنها عجز .

كما ظهرت مجموعة من أدوات التمويل لنقل الفائض صنف وفقاً لمعيار البعد الزمني إلى أدوات قصيرة الأجل وأدوات متوسطة وطويلة الأجل.

وظهرت أسواق للتعامل في هذه الأدوات (الأصول) فكانت **سوق النقد** ومجال نشاطها:¹

1- إصدار أصول/ التزامات قصيرة الأجل (سوق النقد الأولية)؛

2- التعامل في الأصول/التزامات قصيرة الأجل (سوق النقد الثانوي)؛

وسوق رأس المال ومجال نشاطها:

1- إصدار الأصول / التزامات طويلة الأجل (سوق رأس المال الأولية)؛

2- سوق التعامل في الأصول/التزامات طويلة الأجل (سوق رأس المال الثانوية)؛

1-4-ديناميكية النشاط الاقتصادي: يقوم النشاط الاقتصادي على نوعين رئيسيين من الأسواق:²

1- **أسواق السلع:** وهي أسواق تختص بالتعامل في الأصول المادية الملموسة أو الخدماتية غير الملموسة.

2- **أسواق المال:** وهي الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأصول المالية أو النقدية، ولها دور كبير في عملية تحويل الأموال من المُقترضين للوحدات ذات الفائض في الطاقات التمويلية إلى المُقترضين من الوحدات الاستثمارية ذات العجز المالي، وهذا من خلال الأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل .

2-النظام المالي:

2-1-مفهومه: يتكون النظام المالي من شبكة من الأسواق المالية، والمؤسسات المالية، والشركات، والعائلات، ورجال الأعمال، والحكومات، وهي تكون هذا النظام وتنظم وتضبط عملياته وتراقبه.³

2-2-وظيفته: إن الوظيفة الأساسية للنظام المالي هي تحريك الأموال من لديهم فائض (المدخرين) إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال (المستثمرين)، حيث يتم النقل والتمويل من خلال الأسواق المالية (أسواق النقد وأسواق رأس المال).

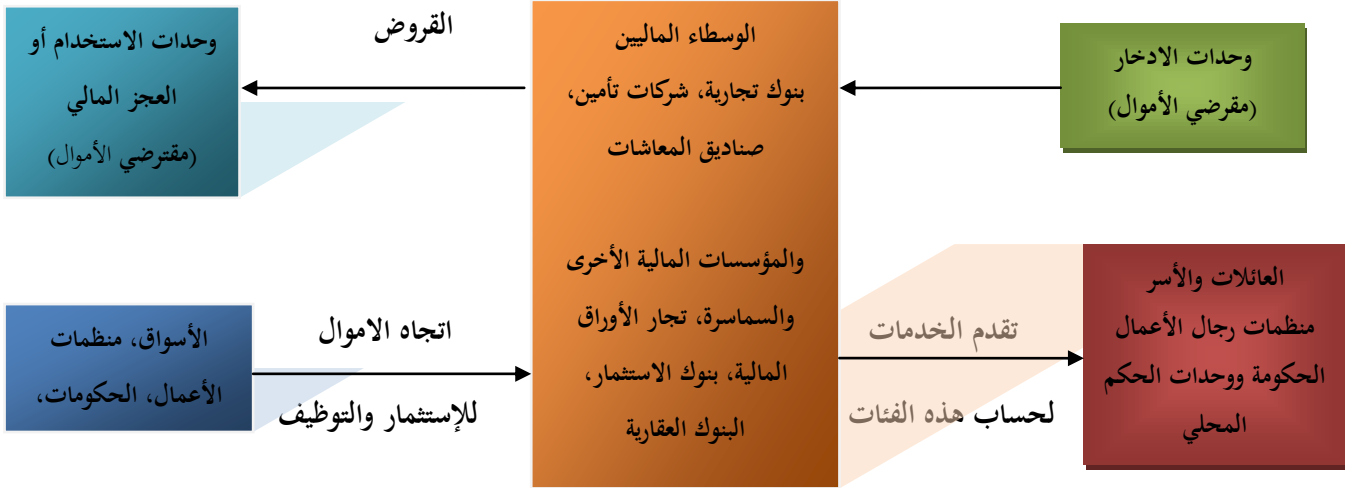
وبوضح الشكل التالي الوظيفة الأساسية للنظام المالي والتي تتمحور في تحويل مدخرات الأموال من وحدات الادخار إلى وحدات الاستخدام:

¹ - محمد عزت غزلان، نفس المرجع، ص: 82

² - عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، القاهرة، جمهورية مصر العربية، ص- ص: 27-28

³ - عبد الغفار حنفي ورسيمة قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 15

الشكل رقم (1-1) الوسطاء والمؤسسات المالية داخل النظام المالي



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسيمة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، 2001، ص:16

3-المؤسسات المالية:

3-1-مفهومها: تعتبر المؤسسات المالية ضرورية بالنسبة للنشاط الاقتصادي، ولنموه عبر الفترات الزمنية المستقبلية في الاقتصادات الرأسمالية، لهذا تعتبر الالتزامات الخاصة بالمؤسسات المالية وسائل وأدوات أساسية ضرورية لسداد قيمة السلع والخدمات، وأن القروض التي تمنحها تشكل المصدر الأساسي للائتمان داخل الوحدات الاقتصادية داخل المجتمع، ومشروعات الأعمال، والأفراد والحكومة. إن قطاع المؤسسات المالية يتوافق مع قطاع الخدمات بصورة كلية، وتعتبر من الوحدات الاقتصادية الخدمية الأكثر نمواً داخل الاقتصادات المعاصرة.

إن تفهم الأنشطة الخاصة بالاقتراض والتسليف، وغط محافظ الأوراق المالية، ولسياسات الاستراتيجية للإدارة والبيئة التنظيمية والتشريعية والقانونية لهذه المؤسسات أمر ضروري للدراسة المتفحصية للنظام المالي والاقتصادي.

3-2-طبيعتها: المؤسسات المالية هي شركات أعمال حيث تتكون أصولها بصفة أساسية من الأصول المالية أو التزامات ومستحقات لدى الغير، أسهم وسندات، وقروض، بدلا من الأصول المادية كالمباني والآلات والتجهيزات، والمواد الأولية ولوازمها كما في منشآت الأعمال.

4-عرض الأموال:

إن عرض رؤوس الأموال يأتي أساسا من المداخل التي لم تستهلك أي تذهب الى الادخار، وهو عبارة عن الفائض في الدخل النقدي على النفقة الحالية، أو تلك الأموال لدى الدولة أو الهيئات التابعة لها، حيث أن هذه الأخيرة لا تستعمل كل المداخل التي بحوزتها لفترات زمنية طويلة.

ففي كل الاقتصادات نجد كتلة محددة من رؤوس الأموال مجمدة في الخزينة والتي تخرج عن عمل الدائرة الاقتصادية متمثلة في ظاهرة الاكتناز.

وما يهم الدراسات المالية والنقدية، هي المداخل المتاحة، والمتأتية من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي، التي توضع تحت تصرف طالبي رؤوس الأموال -ذوي العجز المالي-.

يعود وجود اساس لنظام مالي إلى إمكانية الشركات والمؤسسات على استثمار رؤوس أموال تفوق ادخاراتها، الا أن العائلات تستهلك أقل مما تملك خلال فترة زمنية محددة ، يرجع التكامل في الحاجيات والقدرات لشرح نشأة أسواق رؤوس الأموال التي تعطي الفرصة

لتلاقي الْمُقْرِضِينَ بِالْمُقَرَّرِضِينَ الماليين، والتي تعمل على برجة أهداف الاستثمارات حسب الامكانيات والقدرات الادخارية المتاحة.¹

5 - طلب التمويل:

يتمثل طلب التمويل بالنسبة للأعوان الاقتصاديين واصحاب الأفكار الاستثمارية فيما يلي:

5-1 المؤسسات: من أجل نشأتها وتطورها تصبح المؤسسات الاقتصادية في حاجة إلى موارد مالية كبيرة كرؤوس أموال من أجل بنائها وتجهيزها و تشغيلها وتسييرها من أجل تحقيق العوائد المالية المستهدفة من الاستثمار.

من جهة أخرى تقوم المؤسسة بالإنتاج والتسويق لمنتجاتها بمختلف الطرق الفنية الحديثة من اجل الحصول على ايرادات مالية، غير انه لا تحدث بصورة دائمة توازنات بين المداخيل والمصاريف أثناء عملية نشاطها، ففي بعض الاوقات نجد أن مجموع المداخيل يزيد عن مجموع المصاريف مما يؤدي إلى خلق فائض في الخزينة، وفي أحيانٍ أخرى يحدث العكس، مما يؤدي إلى احتياجات في الخزينة، والمؤسسة لها التزامات بالوفاء لدفع ديونها ومستحقات الغير عند وصول آجال استحقاقها، وفي هذه الحالة لن تتمكن من عملية الدفع، وتصبح في حاجة إلى الدعم الخارجي المتمثل في اللجوء إلى طريق الاقتراض.²

5-2- الأفراد: تعود حاجات الأفراد والأسر للأموال من الفارق الحاصل بين مستويات الدخل ومستويات الانفاق التي يقومون بدفعها لقضاء حاجاتهم المتنوعة ، وتظهر احتياجاتهم في مواجهة الصعوبات المالية في الخزينة الاسرية، والمتمثلة في نفقات استثنائية وغير متوقعة تتطلب إيراداً استثنائياً (أي اللجوء إلى الاقتراض)، حيث أن هذا النوع من النفقات الإستثنائية لا يتحملة الدخل العادي للفرد لوحده اذ يجب توزيعه على فترات زمنية متقطعة اطول وتغطي بصورة تدريجية عن طريق الدخل العادي للفرد.

إن تلبية الحاجات الضرورية من عملية التمويل ، (أي إمكانية الحصول على مورد خارجي)، تتطلب إمكانية ضمان نجاح الإدخار، ومنه القدرة على إعطاء الاموال، وهذا ما يتطلب دراسة الفترة الزمنية التي يمكن ان تعطىها عملية الادخار للقدرة على سداد القرض.³

5-3 الدولة: تتمثل الحاجيات المالية للدولة بصورة أساسية في قدرتها على عملية تغطية عجز الميزانية العامة للدولة ، واحتياجات الجماعات المحلية الاقليمية من أجل تغطية تكلفة مختلف الاستثمار والتجهيزات العمومية ونفقات تسير الموارد البشرية للدولة، مثل القيام بأشغال البنية القاعدية وتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية.⁴

¹ - A.CHOINEL, LES Marchés Financiers :Structures et Acteurs,(Paris :Edition Organisation,1996) P 5

² - نوال ابن لكحل، "الأسواق المالية آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (نحصر التحليل الاقتصادي)، جامعة الجزائر، للسنة الجامعية

2000-2001، ص:1

³ - نوال ابن لكحل، نفس المرجع، ص:1

⁴ - PIERRE PRISSERT ,Economie Monétaire Et Bancaire,(paris:ITB,2°Ed,?)P14

المطلب الثاني: ماهية الاسواق المالية

1- التعريف اللغوي والاصطلاحي للسوق

1-1- التعريف اللغوي

يعرف السُّوق في لغة العرب "سُوقٌ: السَّيْنُ وَالْوَاوُ وَالْقَافُ أصل واحد، وهو حدُّ الشَّيء. يُقَالُ سَاقَةٌ يَسُوقُهُ سَوْقًا" وسميت السُّوق، لما يُسَاقُ إِلَيْهَا مِنْ كُلِّ شَيْءٍ.¹

والسُّوق مَوْضِعُ الْبَيْعَاتِ. وَالْجَمْعُ أَسْوَاقٌ، وَتَسُوقُ الْقَوْمُ إِذَا بَاعُوا وَاشْتَرَوْا.²

السُّوقُ جمع أسواقٍ، الْمَوْضِعُ الَّذِي تُبَاعُ فِيهِ الْبَضَائِعُ.³

السُّوقُ: الْمَوْضِعُ الَّذِي يُجْلَبُ إِلَيْهِ الْمَتَاعُ وَالسَّلْعُ وَالْإِبْتِغَاءُ (تَوَنُّتٌ وَتَدَكَّرٌ).⁴

ومنه يمكننا استنتاج: أن المعاجم اللغوية تشترك في معنى واحد للسُّوق، وهي تطلق على مكان محدد للسوق معروف المعالم (وفي عصرنا يمكن ان يأخذ الشكل الافتراضي الالكتروني)، تتم فيه عمليات البيع والشراء لمختلف السلع و والخدمات.

1-2- التعريف الاصطلاحي:

المفهوم الشائع لكلمة السوق لدى الأفراد هي عبارة عن مكان معروف محدد الأبعاد يلتقي فيه المستثمرون والبائعون لإتمام مختلف التعاملات المالية والسلعية، غير أنه في المفهوم الاصطلاحي الاقتصادي للسوق فإنه يأخذ بعداً آخر معاصر فرضته التطورات التكنولوجية الجديدة التي أحدثت ثورة في المفاهيم، وأعطت للسوق بعداً ومعنى أوسع من حيث الزمان والمكان، إذ يكفي وجود تعامل على بضاعة أو خدمة بيع وشراء يتم إطلاق لفظة سوق.

حتى عند علمائنا الأوائل كابن حجر العسقلاني الذي عرف السوق "اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص المكان المعروف بالسوق بل يعلم كل مكان يقع فيه التبايع"⁵، وهكذا نلاحظ المفهوم الواسع للسوق إذ ربطه بوقوع عملية المبادلة بيع/شراء.

كما يقول الفريد مارشال مؤسس المدرسة النيوكلاسيكية " لا يقصد الاقتصاديون بإصطلاح السوق مكاناً معيناً تباع وتشترى فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر، يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد وبسهولة وبسرعة"⁶

ومن تحديد مفاهيم السوق الاصطلاحي من المتقدمين يمكن أن نحدد مفهومها اصطلاحياً اقتصادياً حديثاً للسوق:

"يتجاوز مفهوم السوق البعد المكاني الجغرافي المحدود، ويعتبر التعامل على بيع أو شراء بضاعة أو خدمة مؤدية مباشرة على إطلاق لفظ السوق سواء تم التعامل بطريقة مباشرة بين المستثمرين أو البائعين أو غير مباشر باستعمال الوسائل التكنولوجية الرقمية الحديثة بأنواعها المتعددة والمتجددة"

يمكن أن نلخص ركائز التي يعتمد عليها في الاصطلاح الاقتصادي للسوق في:

أ- أن يكون هناك اتصال مباشر أو غير مباشر وبأي وسيلة اتصال كانت تقليدية أو رقمية تكنولوجية حديثة (لا يشترط فيها تحديد المكان).

¹ - لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكرياء، "معجم مقاييس اللغة" الجزء الثالث، دار الفكر، بيروت، لبنان، 1979، ص: 117

² - ابن منظور، "لسان العرب"، المجلد الثالث، دار المعارف، باب السين، القاهرة، مصر، ص: 2154

³ - جبران مسعود، الرائد (معجم لغوي عصري)، الطبعة السابعة، دار العلم للملايين، 1992، باب السين، ص: 456

⁴ - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط" مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، القاهرة، مصر، 2004، ص-ص: 464-465

⁵ - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، "فتح الباري في شرح صحيح البخاري"، الجزء الرابع، المكتبة السلفية، القاهرة، مصر، 2001، ص: 431

⁶ - يسري محمد أبو العلاء، "المعاملات الاقتصادية في النظام الإسلامي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 13

ب- تأخذ السوق الطبيعة المحلية أو الوطنية أو الدولية مثال ذلك (سوق الخضار والفواكه والسلع المنزلية محلية، وسوق البترول الدولية).
ج- حرية السوق تقتضي حرية المنافسة وهذا بإتاحة الفرصة لكل المتعاملين الاقتصاديين من بائعين ومشترين وبتسهيل وإتاحة الاتصال بمختلف الوسائل الموجودة، مما يؤدي إلى توحيد أسعار وأثمان السلع والصفقات المتماثلة بطريقة حرة وتنافسية.

2- التعريف اللغوي والاصطلاحي للمال:

2-1- التعريف اللغوي:

- 1- في لغة العرب يُقصد بكلمة مال: ما يملك من الأشياء، كالمواشي، والنقود، ونحوها، يُذكر ويُؤنث، جمع أموال.¹
- 2- المال: " ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار أو نقود، أو حيوان، جمع أموال".²
- 3- المال معرّف: ما ملكته من جميع الأشياء.³
- 4- وفي القاموس المحيط: " المال ما ملكته من كل شيء".⁴

من خلال هذه التعريفات السابقة المتعددة، نجد أن حقيقة المال أطلقه العرب على عدة معان حسب الحالة الاقتصادية والاجتماعية للبيئة العربية، وهذا ما يترجمه المعجم الوسيط الصادر عن مجمع اللغة العربية بالقاهرة بجمهورية مصر العربية سنة 2004، فمنهم من رأى أن المال يخص ما يملك من ذهب وفضة وأشياء نفعية كالمواشي وعروض تجارة وعقار أو حيوان ونقود. ومنه نستنتج أن المال لغة هو حيازة الشيء وتملكه حسب المرحلة الاجتماعية فأهل الإبل يسمونه مالا، والماشية أيضا، وجاء الذهب والفضة أصبح يسمونها مالا. وفي وقتنا الحاضر أصبحت الأشياء والممتلكات ذات القيمة الإستعمالية النفعية، ولها ثمن محدد بسعر تحكمه قواعد العرض والطلب تسمى مالا.

2-2- التعريف الاصطلاحي:

يعرف البعض في المصطلح الاقتصادي العام المال "كل ما يُتَّفق به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يُقوّم بثمن مالا، أيّا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال".⁵

مفهوم المال في الاصطلاح الاقتصادي الخاص، إن المتعاملين في الأسواق المالية، والمختصين بشؤون البورصات، يقصدون به نوعا خاصا من المال في صورته النقدية، ويلاحظ ذلك أن جميع الأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق المالية من (أسهم، وسندات، وصكوك، وشهادات إيداع، وأذونات خزنة... الخ)، كان الغرض منها (إصدارها)، تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة بقصد استعمالها كرؤوس أموال للشركات، أو غيرها من الأعمال التي تحتاج إلى سيولة نقدية.⁶

يمكن أن نستخلص من المفهوم الاصطلاحي للمال أن له مفهومين عام وخاص:

- **المفهوم العام:** يعتبر أن كل شيء مهما كان نوعه أو طبيعته ويُقِيم بثمن فهو مال.

- **المفهوم الخاص:** فهو يحصر في نوع خاص تحتاحه الأسواق المالية لتنشيط عملية التداول بواسطة أدوات مالية متنوعة من أسهم، وسندات، وصكوك، وغيرها... لتوفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات الشركات من الأموال.

إذا الأموال هي القدرة على توفير السيولة النقدية اللازمة لعملية التداول.

1 - جبران مسعود، "الرائد (معجم لغوي معاصر)"، مرجع سابق، ص: 706

2 - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 892

3 - ابن منظور، "لسان العرب"، دار المعارف المصرية، القاهرة، مصر، 2012، ص: 635

4 - الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، دار إحياء التراث العربي، لبنان، 2003، ص: 977

5 - شوقي عبده الساهي، "المال وطرق استثماره في الإسلام"، الدار الجامعية، مصر، 1984، ص: 23

6 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 33

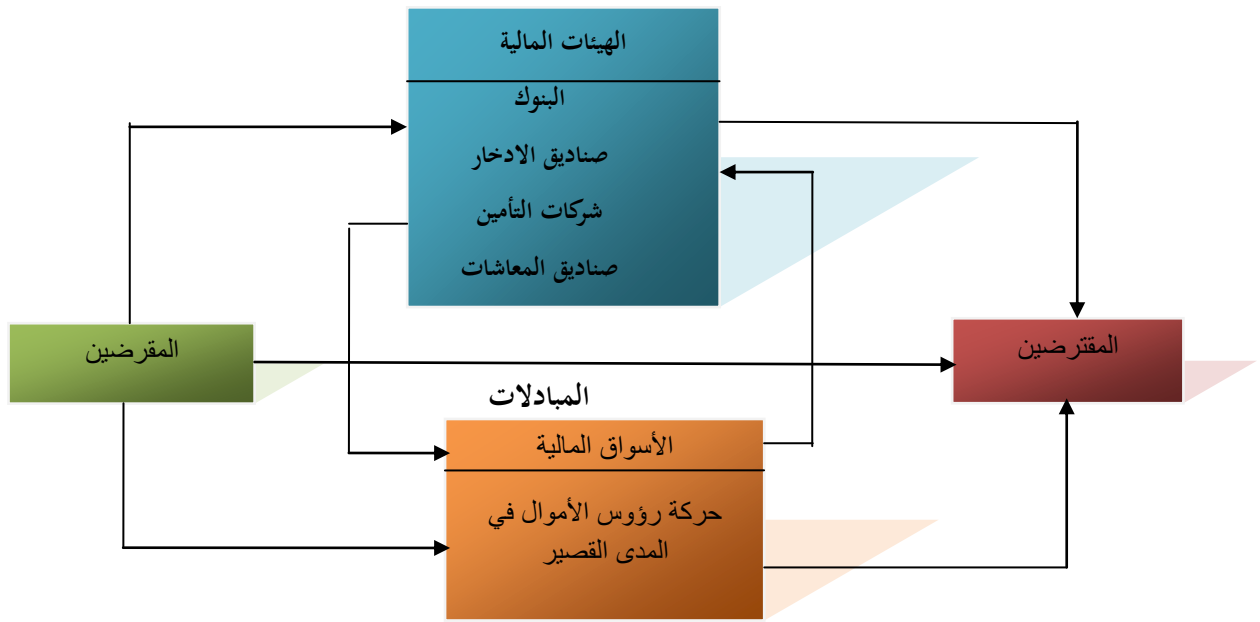
3- مفهوم وتعريف السوق المالية:

3-1- المفهوم:

عادة ما ينصرف سوق المال إذا ما أطلق بدون تحديد واضح إلى سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية) وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات. وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المتعارف عليه لسوق المال هو الذي يشمل جميع الوسطاء الماليين والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يقصد به أن سوق المال يتكون من قسمين أساسيين هما: أسواق رأس المال وسوق النقد.¹

يعتبر سوق رأس المال المصدر الأساسي للإمداد بوسائل التمويل، ولهذا قد يطلق مصطلح رؤوس الأموال على جميع المنظمات التي تقوم بطريق مباشر أو غير مباشر، وفي العديد من مراحلها بالتوسط بين المقرضين و المقترضين والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل (1-2) عمل الدائرة المالية:



Source: Lawrence GITMAN et Michael JOEHNK, Investissement et Marchés, financiers, 9ème édition, PEARSON EDUCATION, 2005, P5

3-2- تعريف السوق المالية (Financial Markets): تعرف الأسواق المالية بالأماكن التي تتجمع فيها مختلف طلبات البيع والشراء للأدوات المالية المتنوعة، والتي يؤدي تنفيذها إلى تنشيط عمليات التداول بين مختلف الأطراف المكونة للسوق.²

ويمكن تعريف السوق المالية من حيث الدخل المؤسساتي على أنها مجموع المؤسسات المالية والبورصات بمختلف تصنيفاتها التي تتحرك من خلالها الأموال الفائضة من الأفراد والمؤسسات والحكومات في التركيبة الاقتصادية إلى من المحتاجين إليها عند فترات زمنية محددة. كما تداولت عدة تعريفات توضح حقيقة السوق المالية وكان لكل منها زاوية ينظر منها ليحدد مفهومه، وسنذكر أهمها مع استخلاص الأهم من بين هذه التعريفات للسوق المالية.

التعريف الأول: ((هو المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر - بمراعاة شروط معينة- لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية)).³

¹ - رسيمة قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى، 1999، ص: 11

² - نوزاد إلهي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس (ليبيا)، 1998، ص: 27

³ - Mohamed Berrag, "le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances" Magister es. Sciences de gestion, option finance, école supérieure de commerce, Alger, 1993, pp50

- التعريف الثاني:** ((هو شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي))¹.
- التعريف الثالث:** ((سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيع وشراء، إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها))².
- التعريف الرابع:** ((يشير سوق المال إلى الميكانيكية التي تضمن جميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق))³.
- التعريف الخامس:** ((مكان يتم فيه عملية إنشاء وتداول الأصول (ملكية)، والالتزامات المالية (دين))⁴.
- التعريف السادس:** ((المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال))⁵.
- التعريف السابع:** ((تلك الآلية الائتمانية، التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخار الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية))⁶.
- التعريف الثامن:** ((مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال، من الأفراد، والهيئات، والمؤسسات، وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر))⁷.
- التعريف التاسع:** ((التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين - الوحدات ذات الفائض -، بالمستثمرين - الوحدات ذات العجز المالي -))⁸.
- التعريف العاشر:** ((القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين التي يطلق عليها اسم الوسطاء الماليين))⁹.
- ومن خلال مجموع التعريفات المتعددة السالفة الذكر يمكن استخلاص ما يلي:
- أ- أساس العمليات التبادلية في هذه الأسواق هي الأموال في شكلها السائل، ومنه جاءت التسمية "الأسواق المالية".
- ب- السوق المالية جهاز تجمع فيه مدخرات الأفراد، والشركات، والحكومات - ذات الفائض المالي - ويسمح بانتقالها إلى الوحدات الاستثمارية ذات العجز المالي.
- ج- لعملية انتقال الأموال داخل السوق المالية وسائل خاصة متمثلة بالأدوات المالية ذات مواصفات فنية يتحدد مفهومها وكيفية عملها مثل الأسهم، السندات الربوية، الصكوك الإسلامية، والصناديق الاستثمارية، وعقود المشتقات المالية وما تبعها من فروع لهذه الأدوات، حيث تتم عملية الإصدار الأول بطلب من أصحاب العجز المالي (أصحاب الاستثمارات)، وتنتهي إلى التداول في السوق الثانوية لمختلف الأدوات المالية المصدرة للمضاربة وتحقيق أرباح، وتعتبر هذه الأدوات عن: أصول والتزامات مالية لحاملها.
- د- تتميز الأسواق المالية بـ:
- **السوق الأولية:** تتم فيها عملية إصدار الأدوات المالية؛
- **السوق الثانوية:** تتم فيها عملية التداول للأدوات المالية المصدرة أولاً؛

¹ - Pierre conso, "la gestion financier de l'entreprise" Tome2, dunod, 7éms Edition, paris, 1989, pp387

² - سعداوي يوسف، "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ"، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص:12

³ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002، ص:23

⁴ - عبد المنعم أحمد التهامي، "أساسيات في الاستثمار"، مكتبة عي شمس، القاهرة، مصر، 1992، ص:33

⁵ - نادية أبو فخره مكاي، "اتجاه معاصر في إدارة المنشآت"، مكتبة النهضة العربية، مصر، الطبعة الأولى، 1990، ص:15

⁶ - مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005، ص:16

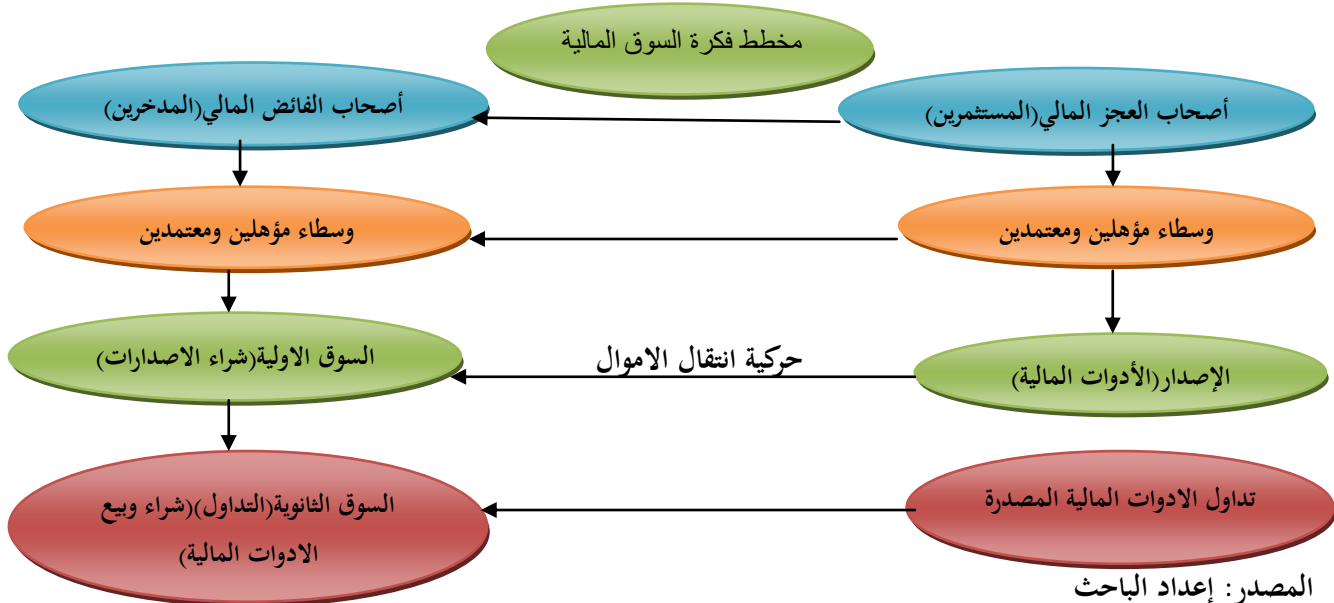
⁷ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996، القاهرة، مصر، ص:35

⁸ - نادية أبو فخره مكاي، "اتجاه معاصر في إدارة المنشآت"، نفس المرجع، ص:15

⁹ - نادية أبو فخره مكاي، نفس المرجع، ص:15

- هـ- تتداخل العمليات المالية داخل السوق المالية من حيث المدى الزمني، ويمكن تحديد ذلك باعتبار:
- **المدى الطويل الآجل:** تتم عملية الإصدار والتداول في الأدوات المالية طويلة الآجال (أسهم، سندات، صكوك،... الخ) وتسمى "سوق رأس المال"؛
 - **المدى القصير الآجل:** تتم عملية الإصدار والتداول بالأدوات المالية قصيرة الآجل (كأذونات الخزانة العمومية، وشهادات الإيداع، والكمبيالات) وتسمى بـ "السوق النقدي"؛
 - **مؤسسات الوساطة المالية:** تعتبر إحدى القنوات الرئيسية لعملية انتقال الأموال، كالبنوك التجارية، المؤسسات الادخارية، صناديق الادخار والاستثمار، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق الأجيال المستقبلية (المنشأة في النرويج، والكويت) وهي مكون ومحرك رئيسي لتنشيط الاسوق المالية.
 - و- يتم إصدار وتداول الأصول المالية:
 - **أصول مالية للملكية:** كالأسهم؛
 - **أصول مالية للمديونية:** السندات، الصكوك؛
 - **أدوات مالية قابلة للتداول التشغيلي:** الأوراق التجارية (كمبيالة)، شهادة الإيداع؛
- ومن خلال هذا التحليل المعمق لمختلف التعريفات يمكن أن تُعرّف السوق المالية بمفهوم عام يتناسب مع أسس ومبادئ ظهورها وكذلك مراعاة لمختلف مراحل تطورها وخاصة جانبها الفني والتقني وهي :
- ((الفضاء المالي الذي تتم فيه عملية انتقال الأموال المدخرة من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من أفراد، وشركات، وحكومات، عن طريق عملية الإصدار التي تتم بواسطة وسطاء ماليين مؤهلين وذوي خبرة ومرخصين (من طرف الهيئات القانونية) للأدوات المالية القابلة للتداول ومنظمة بقوانين ولوائح تنظيمية، وباستخدام مختلف التطبيقات الذكية والوسائط الالكترونية المتاحة ذات البعد الزمني والفضاء المكاني المفتوح))
- أما المفهوم الضيق الخاص للسوق المالية، فيربطها بسوق الأوراق المالية طويلة الآجل (كالأسهم، السندات، الصكوك، والصناديق الاستثمارية، وصناديق المؤشرات المتداولة، وعقود المستقبلية، وعقود الخيار، وعقود المبادلات،) ويطلق عليها اسم سوق رأس المال. والمخطط ادناه يوضح فكرة وآلية نشاط الاسواق المالية:

الشكل رقم (1-3): فكرة وآلية الاسواق المالية



ويتفق أغلب الكتاب الماليين على أنه: إذا سمينا سوق المال بدون تحديد لخصوصية ما، فإنه يعني سوق الأوراق المالية أي الأسهم، السندات، الصكوك، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، ويطلق عليه مصطلح البورصات.¹

4-النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية²:

4-1-المراحل التاريخية لظهور البورصة: (Historical stages of the emergence of the stock market)

اختلف المحققون والباحثون في أصل كلمة البورصة وتعددت الآراء والبحوث، ويمكن سردها تباعا ومحاولة الخروج برائي يقرب المفهوم إلى التسمية وهذا نظرا لما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية للأمم والدول على السواء.

¹- إن استعمال كلمة بورصة يعود إلى ما حدث في مدينة **"Bruges"** البلجيكية حيث كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو **" فان دي بورص- Van der Beurse "** وكان هذا هو السبب في استعمال مصطلح البورصة.

²-وهناك من يقول ان لعائلة **"فان دي بورص"** فندقا خاصا اشتهر باسمها، حيث كان التجار **" الفلورانتينون "** يجتمعون فيه.

³-هناك بحوث أخرى رأت أن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة، وكان يقوم بوضع كيس من النقود على واجهة المنزل، وأن كلمة البورصة **"Bourse"** الفرنسية تعني بالعربية كيس، وهذا يقرب إلى الذهن المعنى الدقيق للكلمة، حيث أن هذه المنطقة التي يعزى لها هذا الرأي بجانب الحدود الفرنسية التي يتكلم أهلها اللغة الفرنسية.

⁴-كما يوجد رأي آخر يرى أن لفظ **"بورصة"** يعود إلى القرن السادس عشر، حيث كان التجار **"الفلورانتينون"** ينزلون بفندق لعائلة تسمى **"Van Der Bourse"** بمدينة بروج البلجيكية وكان أحد أفراد هذه العائلة يعمل في الوساطة بين هؤلاء التجار.

⁵-وهناك من يقول انه كان التجار يجتمعون في منزل أحد الصيارفة الذي نقش على واجهة منزله ثلاثة أكياس من النقود.

⁶-كما يسرد رأي آخر للتسمية وهو أنه في نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد **"الفلندر"** الشهيرة ببلاد **"الفلمتكت"**، وما إن دخل الإيطاليون إلى هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الوقت وهي مدينة **"بروج"** **"Bruges"** البلجيكية، واتخذت القنصليات الإيطالية لكل من جنوة، والبندقية، وفلورنسا، مقرا دائما لكل منها في وسط حي الأعمال الذي أصبح مهبط التجار ورجال الأعمال، وكان من الثابت تاريخيا أن المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في السابق فندقا مملوكا لعائلة **"فان دير بيرس"** البلجيكية **"Van Der Beurse"** والمشهور عنهم أبا عن جد ممارستهم لأعمال الوساطة والسمسرة التجارية لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة **"Broker-innkeepers"** وهذا طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، ومنه سمي الميدان الذي تحيطه القنصليات الثلاثة وأصبح ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع والأعمال التجارية.

اجتمعت الظروف على إطلاق اسم البورصة على ذلك المكان المتسع الذي كان تحيطه الأروقة في مدينة **"أنترب- Antwerp"** الفلندرية المعروفة **"بانقرس"**، وأقيمت هذه البورصة على انقاض بورصة بروج التي كانت هي الأولى في المال والأعمال التجارية في الفترة من سنة 1300م إلى 1450م، ودشنت مدينة **"انقرس"** البورصة التجارية عام 1485م بعد أن أزاحت من طريقها **"بروج"**، وقامت بالتوسعية سنة 1530م.

4-2-ظهور بورصة وول ستريت(Wall Street)³: ظهرت بورصة **"وول ستريت"** في 8 مارس 1817م بحي **مانهاتن** بمدينة نيويورك، وتعد من أشهر وأقوى البورصات المالية في العالم، حيث أصبحت تحتضن مقرات الشركات المالية العالمية الضخمة.

¹ - رسيمة قرياقص، "أسواق المال"، الجار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:11

² - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1996، ص:27-29

³ -المطلع عليه على الموقع بتاريخ 2020/05/18، <https://www.aljazeera.net/encyclopedia/encyclopedia-economy>

تعرف أيضا **ببورصة نيويورك** حيث تمثل أحد معالم الرأسمالية الأميركية وقلب صناعة المال في أميركا والعالم، وارتبط اسمها بأحداث صنعت تاريخ اقتصاد العالم المعاصر.

وسمي الشارع بهذا الاسم عقب أحداث تاريخية، اذ في القرن السابع عشر عندما كانت نيويورك مستوطنة هولندية، وعندما تعرضت لاحتلال البريطانيين شيد الهولنديون جدارا عاليا لصدد الهجوم، لكن بعد نجاح البريطانيين في الاستيلاء على نيويورك دمروا الجدار عام 1699، وعُرف المكان باسم "وول ستريت" (شارع الجدار).

وتتكون قاعة التداولات التجارية للبورصة من 21 غرفة، واختير مقر بنائها الرئيسي عام 1978 ليصبح معلمة وطنية تاريخية في أميركا.

4-3-وظيفة بورصة نيويورك¹: آلت ملكية البورصة - التي تصنف كأكبر بورصة للأسهم في العالم من حيث القيمة السوقية -

للمجموعة الأميركية **"Intercontinental Exchange" (ICE)** *، وعدد الشركات المدرجة فيها 1868 شركة، وتبلغ قيمة رأسمال الشركات المدرجة فيها 19,69 تريليون دولار، ومعدل حجم التداول اليومي 169 مليار دولار عند نهاية 2019، ومن أهم المؤشرات التي تعكس قوتها ونشاطها المالي، مؤشر **"ناسداك"** الذي يعكس نشاط أكبر الشركات التكنولوجية والاستثمارية، ومؤشر **"داو جونز"** الذي يمثل قوة أكبر ثلاثين شركة صناعية فيها.

كما شهدت بورصة وول ستريت عدة أزمات تاريخية، أهمها:

- انهيار 24 أكتوبر عام 1929 المعروف باسم "الكساد العظيم"، و"الخميس الأسود"، وحدث بسبب طرح 13 مليون سهم للبيع في يوم واحد لكنها لم تجد مشترين لفقدان قيمتها.
- انهيار عام 1962 الذي عُرف بالهبوط السريع لأسواق المال الأميركية، وامتد الانهيار من ديسمبر 1961 إلى يونيو/حزيران 1962.
- انهيار 19 أكتوبر عام 1987 الذي عُرف باسم "الانثنين الأسود"، وتكبدت أسواق المال العالمية فيه خسائر ضخمة، حيث انطلقت موجة الهبوط الشديد من هونغ كونغ وباقي الأسواق الآسيوية، وانتقلت إلى أوروبا ثم الولايات المتحدة.
- وتعرضت أيضا في 27 أكتوبر عام 1997 لانهيار وُصف بأنه لم يكن كبيرا بعد موجة هبوط حاد ناتجة عن الأزمة الاقتصادية في آسيا، حيث سجل مؤشر "داوجونز" ثامن أكبر خسارة يومية منذ تأسيس البورصة.
- انهيار وقع عقب هجمات نيويورك التي وقعت يوم 11 سبتمبر 2011 وخلفت آثارا اقتصادية كبيرة، حيث أغلق مقر البورصة إلى الأسبوع الموالي.
- كما انهارت هذه البورصة في 6 أكتوبر عام 2008 بعد هبوط الأسواق الأميركية متأثرة بتداعيات أزمة القروض العقارية وشبح الركود الاقتصادي.
- ثم جاء انهيار يوم 24 أغسطس عام 2015 بعد أن اجتاحت موجة هبوط حادة البورصات العالمية خسرت فيها الأسهم أكثر من ثلاثة تريليونات دولار، وذلك بسبب انهيار سوق الأسهم الصينية، وظهور مؤشرات لتباطؤ نمو الاقتصاد الصيني، وخسارة النفط نسبة 6% من قيمته، مما أدى إلى التخوف من اندلاع أزمة اقتصادية عالمية.

1 - نفس المرجع

* **"Intercontinental Exchange" (ICE)** هي شركة أمريكية مدرجة على قائمة (فورتشن 500) تأسست في عام 2000 وتقوم بتشغيل بورصات عالمية، وغرف مقاصد، كما توفر تكنولوجيا الرهن العقاري، والبيانات، وخدمات الإدراج، تمتلك الشركة بورصات للأسواق المالية وأسواق السلع، وتدير 12 بورصة وسوقاً منظمة، وهذا ويشمل بورصات (ICE) الآجلة في الولايات المتحدة وكندا وأوروبا، وبورصات ليفف الآجلة في أوروبا، وبورصة نيويورك للأوراق المالية، وبورصات خيارات الأسهم، وأسواق الطاقة والائتمان والأسهم خارج البورصة.

وتعد هذه الأزمات المتتالية لأكبر مركز مالي واقتصادي عالمي بالولايات المتحدة الأمريكية على الخلل الهيكلي الذي بنيت عليه فلسفة تدوير الأموال والطريقة الربوية التي يتم بها. ومنذ آخر أزمة مالية (2008)، ونظرا لقدرة وطرق التمويل الاسلامي رغم صغرها وحدائتها وصمودها في مواجهة الازمة المالية ، بدأ التوجه الى المالية الاسلامية يكون اكبر ومحاولة العاملين فيها من محاولة توسيع أنواع وصيغ التمويل الاسلامي، عبر الابداعات والابتكارات واستخدام الهندسة المالية الاسلامية وتطويرها بما يوافق الشريعة الاسلامية.

المطلب الثالث: الوظائف والمتعاملون وأنواع الأسواق المالية

تمهيد:

لسوق المالية العديد من الوظائف وعدد كبير من المتعاملين الذين يعملون داخل السوق لتحقيق أهداف واستراتيجيات الاصدار والتداول وايرام مختلف الصفقات والعقود الحالية والمستقبلية.

1-وظائف السوق المالية:

للسوق المالية مجموعة من الوظائف تتجاوب مع طبيعتها ووجودها وتعد عملية توفير المناخ المالي المناسب لنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي من الوظائف الأساسية والجوهرية لهذه الاسواق.

1-1-الوظيفة الأساسية: (تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الآجل من المدخرين إلى المستثمرين).¹

تقوم السوق المالية بوظيفتها هذه بطريقتين من طرق التمويل:²

1-التمويل المباشر: حصول الوحدات ذات الاحتياج المالي على متطلباتها المالية من الوحدات ذات الفائض المالي بواسطة الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة كالأسهم، والسندات، وأذونات الخزنة. ويتم هذا النوع من التمويل بواسطة المؤسسات المالية الكبرى صاحبة الخبرة والاحترافية في متطلبات التمويل للأسواق المالية (كالبانوك الاستثمارية، ووسطاء السوق وسماسرة الادوات المالية) .

2-التمويل غير المباشر: ويتم من خلال المؤسسات المالية الوسيطة مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات،.... الخ، حيث تقوم هذه المؤسسات بجمع الأموال من الوحدات (الادخارية) ذات الفائض من خلال، الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير أو من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل: وثائق التأمين على الحياة، شهادات الإيداع، شهادات الاستثمار، ثم تقوم بعملية استخدام هذه الأموال في تقديم القروض لطالبيها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة المصدرة من الوحدات ذات الاحتياج المالي عن طريق وسطائها الماليين.

2-المتعاملون في السوق المالية:

يصنف المتعاملون في السوق المالية إلى ثلاثة فئات:³

الفئة الأولى: المعارضون للمال، عن طريق الإقراض المباشر، أو شراء السندات، أو عن طريق المشاركة في شركات المساهمة عن طريق شراء الأسهم، ويشمل ذلك الفئات ذات الفائض المالي من الأفراد، والمؤسسات التي يزيد دخلها النقدي عن احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية.

الفئة الثانية: الطالبون للمال: عن طريق الاقتراض المباشر، أو إصدار السندات، أو عن طريق طلب المشاركة وذلك بإصدار الأسهم ويشمل ذلك الفئات ذات الاحتياج المالي من الأفراد، والمؤسسات، والهيئات الحكومية.

الفئة الثالثة: المؤسسات المالية: ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى: المؤسسات المالية الوسيطة:⁴ وهي المؤسسات التي تتوسط بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز وفقا لآليات عقود معينة يتم عقدها مع كل طرف.

¹ - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 91

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الاول مرجع سابق، ص: 42-43

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة" مرجع سابق ، ص: 44

⁴ - عبد الرحمان عبد الله الحميدي، عبد الرحمان عبد المحسن الخلف، " النقود والبنوك والاسواق المالية" دار الخريجي للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1997، ص: 74

وللعقود ثلاثة أنواع:

النوع الأول: عقود مع أصحاب الفوائض لتحصل المؤسسة المالية على الأموال:

أ- عقود الاقتراض*: وهي عقود اقتراض مباشر أو بواسطة الودائع (الجارية، الادخارية، الآجلة) أو بواسطة إصدار أنواع الأوراق المالية، القابلة للتداول (الأوراق الثانوية أو الوسيطة)، مثل شهادات الإيداع، والأوراق التجارية.

ب- عقود التأمين على الحياة، أو على الممتلكات أو صناديق معاشات التعاقد.

ج- عقود الاشتراك: بواسطة فتح باب المساهمة في الأنواع المختلفة للصناديق الاستثمارية.

النوع الثاني: عقود مع أصحاب العجز: ويحصلون بموجبها على المال نجد هناك نوعين:

أ- عقد القرض: بواسطة شراء سندات الدين المصدرة من طرف الجهات المحتاجة إلى المال، أو عن طريق تقديم القروض المباشرة إلى الأفراد أو منشآت الأعمال.

ب- عقد الشركة: وهذا عن طريق شراء الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة .

بصورة عامة يمكن تصنيف المؤسسات المالية الوسيطة إلى ثلاثة أنواع:

النوع الأول: مؤسسات الإيداع:

1- البنك التجارية: ((البنك التجاري المعاصر هو مؤسسة تتعامل في الدين والائتمان من خلال الحصول على ديون من الغير تمثل التزامات عليه تظهر في جانب الخصوم من الميزانية العمومية للبنك التجاري، ويقدم مقابلها وعودا بالدفع عند الطلب أو بعد أجل قصير في شكل ائتمان وإقراض للغير يمثل حقوقا له تدخل في جانب الأصول من الميزانية العمومية))¹.

تتشكل الموارد المالية للمصارف التجارية من:

أ- الودائع الجارية: وهي أموال سائلة توضع من طرف المتعاملين مع البنك؛

ب- الودائع الادخارية: وهي أموال سائلة توضع من طرف المتعاملين مع البنك لأجل؛

ج- الودائع لأجل؛

و- رأس المال البنك المدفوع من مؤسسي البنك؛

د- الأرباح المحتجزة التي يضعها البنك لزيادة رأسماله ولا يوزعها للمساهمين؛

هـ- الاحتياطات: أموال يضعها البنك في حسابات خاصة لمواجهة الطوارئ الظرفية؛

2- بنوك الادخار: تتكون أموالها من الودائع الادخارية، وشهادات الإيداع وتعمل على توظيف الأموال عن طريق تقديم القروض، والاستثمار في الأسهم ومختلف الأوراق المالية.

3- مؤسسات الادخار التعاقدية²:

أ- شركات التأمين على الحياة: تعمل شركات التأمين على الحياة، بتجميع أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم مقابل دفع مبلغ معين لورثتهم حال الوفاة، وتعمل

على توظيف هذه الأموال في شراء الأسهم والسندات التي تصدرها مختلف الجهات، مع منح القروض لأصحاب وثائق التأمين....

ب- شركات التأمين ضد المخاطر: مشابهة لشركات التأمين على الحياة، إلا أنها تتعرض لخطر الاستنزاف لمواردها عند حدوث

*- عقود الاقتراض: تعقدها مع أصحاب الفوائض - وتحصل بموجبها على المال.

1 - محمد عزت غزلان، "اقتصاديات النقود والمصارف"، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2002، ص: 109

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 48-51

الكوارث، ولهذا تعمل على تركيز استثماراتها في الأصول الأكثر سيولة، كالسندات الحكومية، وأذونات الخزنة، إضافة إلى الأسهم والسندات المصدرة من طرف الشركات.

4- مؤسسات الاستثمار:

أ- **شركات الاستثمار:** (شركات صناديق الاستثمار المشترك): شركات تتلقى أموالها من المستثمرين من مختلف الفئات، وفي المقابل تصدر أسهما أو شهادات إثبات، ثم تقوم بعملية استثمار هذه الأموال في محفظة مالية متنوعة من الأسهم والسندات المصدرة من قبل أصحاب العجز، وتستفيد من الأرباح المحققة بالشراكة بينها وبين المستثمرين.

ب- **صناديق الاستثمار في النقود:** وهي شبيهة بصناديق الاستثمار المشترك، تكون المساهمة فيها عن طريق الودائع التي يضعها المستثمرون في صناديق تديرها مؤسسات مختصة في عملية تداول الأوراق المالية، ثم تستعمل الأموال المودعة في شراء أدوات مالية من سوق النقود، وتدفع عوائد هذه الأدوات المالية على المساهمين في الصندوق بحسب نسبة المشاركة.

ج- **شركات التمويل:** تنشأ هذه الشركات من قبل المؤسسات الإنتاجية الكبرى، لتمويل مبيعاتها، وتحصل هذه المؤسسات على الأموال من خلال إصدار الأوراق التجارية، والسندات والأسهم، إضافة إلى القروض المتحصل عليها من البنوك. وتقوم هذه الشركات بتقديم القروض الاستهلاكية القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد، وهذا من أجل شراء السلع المعمرة، كالسيارات، والآلات المتعددة الخدمات، والثلاجات (كما تقدم قروض لمنشآت الأعمال).

المجموعة الثانية: **الوسطاء¹:** والمقصود بالوسطاء هم الأفراد، أو الشركات التي تقوم بعملية الوساطة بالمعنى المتعارف عليه، وهي عملية الجمع بين طرفين أو أكثر، لإبرام عقد وتضم هذه المجموعة نوعين من الوسطاء:

1- **السماسرة:** يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن غيرهم (كما سنفصل ذلك في الفصل الثالث) وهم لا يعملون لحسابهم الخاص، وإنما يقومون بعملية تنفيذ أوامر الشراء والبيع الصادرة إليهم من مؤكليهم الراغبين في البيع أو الشراء ويحصلون مقابل عملهم على أجر يعرف باسم العمولة (تقدر حسب التقدير المتعارف عليه من حيث نوعية وطبيعة الخدمة المالية المقدمة، كما يمكن أن تحدد عن طريق النظام القانوني المعمول به داخل الأسواق المالية).

2- **بنوك الاستثمار:** وهي مؤسسات مالية كبيرة، متخصصة في عملية تسويق الإصدارات المالية، إما:

أ- تسويق مقابل أجر (عمولة) محددة؛

ب- تسويق مع ضمان التصريف لتلك الإصدارات بسعر متفق عليه؛

3- تقسيمات وآليات عمل الأسواق المالية

تتكون الأسواق المالية بصورة رئيسية من قسمين أساسيين أحدهما يطلق عليه السوق الأولية أو سوق إصدار الأدوات المالية، والآخر السوق الثانوية أو سوق التداول لبيع وشراء مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق، وتتم دراستها على النحو الموالي:

القسم الأول: إصدار الأدوات المالية التي تمثل عملية الطلب على الأموال مع مقابقتها بالعرض من طرف الوحدات ذات الفائض المالي وتسمى بسوق الإصدار، أو **السوق الأولية**.

القسم الثاني: تتم فيه عملية تداول هذه الأدوات المالية المصدرة بيعا وشراء ويطلق على هذا القسم **بالسوق الثانوية**.

تحدد نوعية الأدوات المالية ونوعية السوق المتداولة فيه والمصدرة منه آجالاً زمنية محددة فمنها الآجل القصيرة المدى التي لا يتعدى السنة عادة (كأذونات الخزينة، وشهادات الاستثمار مثلاً) والتي تداولها وإصدارها في سوق يسمى **السوق النقدي**.

أما الأدوات المالية ذات الآجال المتوسطة والطويلة إصداراً وتداولاً (كالأسهم، السندات، الصكوك...)، يطلق على اسم السوق **بسوق رأس المال** ويكون للوساطة المالية من مكاتب سمسة، ووسطاء ماليين ومندوبي فروعهم دور كبير في عملية التكفل بالإصدار

¹ - مبارك بن سليمان، بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 51-52

الأولي، والتداول الثانوي.

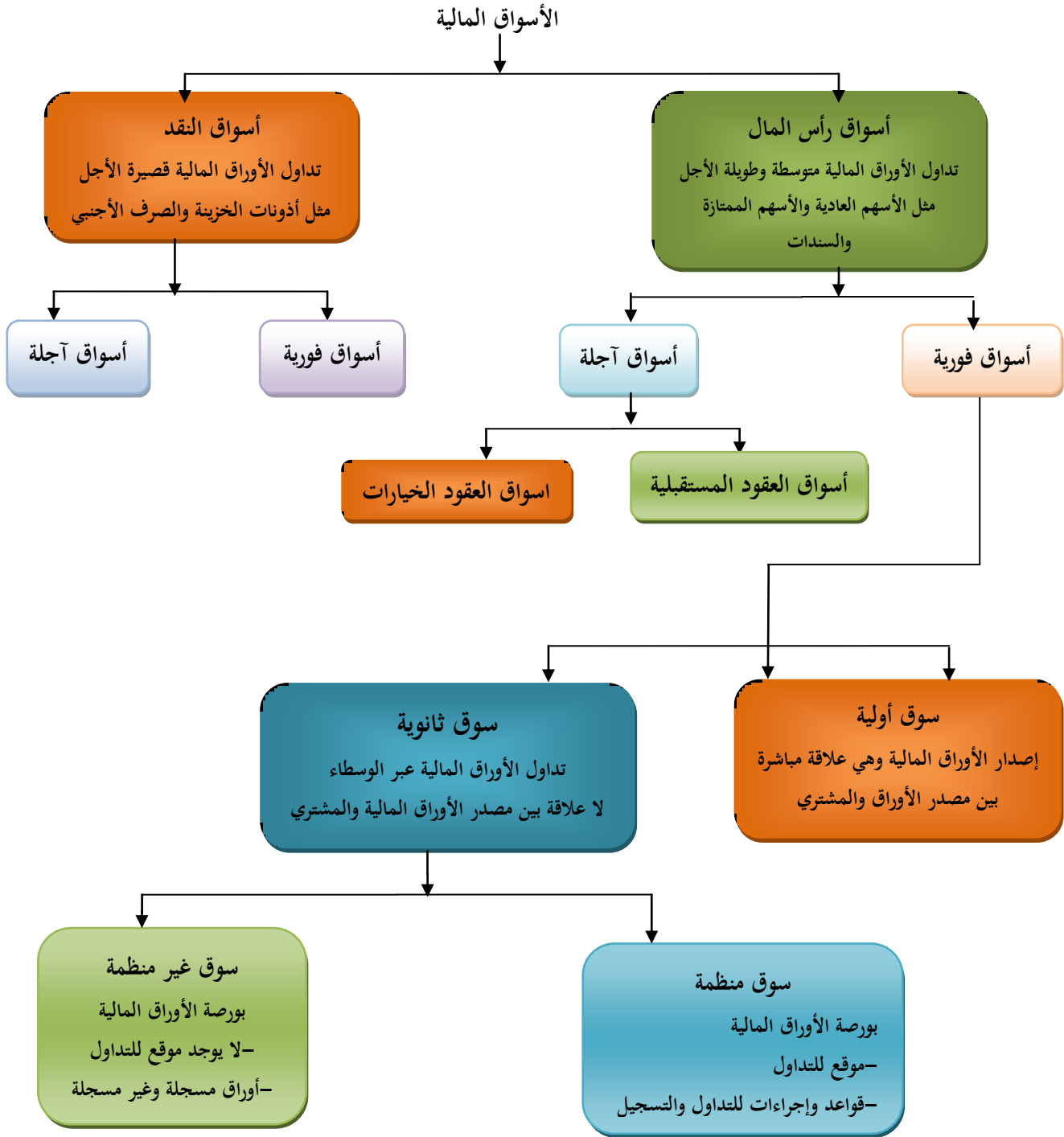
ويتم ذلك في أماكن متخصصة (التداول) تعرف بالسوق المنظمة أو بورصة الأوراق المالية، أما التداول الذي يتم خارج البورصة فيسمى **السوق غير المنظمة** (لا تخضع للوائح وقوانين هيئة رقابة سوق الأوراق المالية).

ويلاحظ أن هذا التقسيم تقليدي، ونظرا للتداخل الكبير بين السوقيين (المنظم وغير المنظم)، وتطور مختلف وسائل تكنولوجيا الاتصال الحديثة أصبحت الكثير من القرارات المالية للوسطاء تبنى على معلومات من داخل السوق وخارجه، وعليه يمكن تحديد أنواع وآليات عمل الاسواق المالية حسب الدراسة الآتية:

3-1-تقسيمات السوق المالية

يشتمل تعبير السوق المالية على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، ويختلفان عن بعضهما أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية ونوعيتها وطبيعة عملية تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كلا السوقيين، والشكل التالي يوضح هيكلية وتقسيم السوق المالي:

الشكل رقم (1-4): هيكل الأسواق المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسيمة قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص244

3-1-1- السوق النقدي (Money Market): تعتبر السوق النقدية أو سوق المعاملات ذات الآجال القصيرة التي لا تتعدى

السنة أو سوق السيولة، أولى الأسواق المالية ظهوراً من ناحية تطور الحياة الاقتصادية والتمويلية، ويمكن أن نسرد جملة من التعاريف التي تحدد المفهوم العام للسوق النقدي كالتالي:

-تعريف السوق النقدي: للسوق النقدية عدة تعريفات نذكرهما على النحو التالي:

التعريف الأول: ((يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الآجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية

التي تتعامل في تلك الأوراق))¹.

التعريف الثاني: ((هو سوق التعامل بين البنوك... الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي))²

التعريف الثالث: ((مجموعة المؤسسات، أو الوكالات، والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا، لأغراض قصيرة الأجل))³.

التعريف الرابع: ((السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل))⁴.

التعريف الخامس: ((الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت))⁵.

التعريف السادس: سوق النقد هو المجال الذي تتداول فيه الأصول قصيرة الأجل، حيث تعتبر الوظيفة الأساسية للسوق هي تسهيل عملية عقد الصفقات المالية بين وحدات العجز المالي، ووحدات الفائض المالي، عبر تبادل الأصول قصيرة الأجل عبر السماسرة، والبنوك التجارية وبعض الجهات الثابتة للحكومة التي تتعامل معها تلك الأوراق⁶.

ومن خلال هذه التعاريف المتعددة يمكن ان نلاحظ بأن، السوق النقدي له مميزات خاصة تميزه عن بقية الأسواق المالية:

1- المدة الزمنية قصيرة الأجل أي أقل من سنة؛

2- تتداول فيه أدوات استثمارية ذات المدى القصير؛

3- تتداول فيه أدوات استثمارية من خلال وسطاء، سماسرة، بنوك تجارية؛

4- يسهل عملية عقد الصفقات المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز المؤقت في المدى القصير؛

ومنه يمكن أن نحدد مفهوم السوق النقدي بـ: ((هو الفضاء الذي يتم بواسطته تداول الأدوات المالية ذات المدى الزمني القصير من وحدات الفائض إلى وحدات العجز بواسطة وسطاء ماليين وبنوك تجارية)).

نلاحظ أن السوق النقدي يتكون من طرفين أساسيين هما اصحاب الاموال (الفائض)، و(العجز) أي عارضي الاموال وطالبيها لتحقيق الطرف الأول على عوائد مجزية لإستثمارات اموله، والطرف الثاني لتمويل احتياجاته سواء التشغيلية في المؤسسات الانتاجية او الاستهلاكية بالنسبة للأفراد، ويمكن توضيح ذلك أكثر على النحو التالي:

الأول: أصحاب الفائض: وهي الجهة التي لها هدف عرض أموالها عن طريق شراء الأدوات المالية قصيرة المدى ومميزاتها الخاصة بها، في عملية التفضيل بينهما من ناحية العائد الذي ستحصل عليه، ومن ميزة أيضا تسهيلها نقدا، بأقل الخسائر الممكنة.

الثاني: أصحاب العجز: وهي الجهة التي تهدف لطلب الأموال عن طريق الاقتراض المباشر أو القيام بعملية الإصدار للأدوات المالية المتعامل بها على المدى القصير في السوق النقدي (أذونات الخزانة الحكومية، شهادات الإيداع، مختلف الأوراق التجارية)، وتكون هذه الجهات المقترضة إما أفرادا أو حكومات، أو شركات بنوك تجارية لضرورة تغطيتها المرحلة الموجود فيها كل طرف واحتياجاتها اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية أو السنوية كدفع مستحقات أجور العمال أو الضرائب أو المواد الأولية بالنسبة للشركات التجارية والإنتاجية .

كما يجب أن نؤكد على أن البنك المركزي يتدخل بصورة مباشرة للتحكم في تنظيم السوق النقدي حسب الوضعية التي يكون عليها

¹ - رسيمة قرياقص، "أسواق المال"، مرجع سابق، ص: 12

² - مروان عطران، "الأسواق النقدية والمالية"، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص: 16

³ - محمد البناء، "أسواق النقد والمال"، زهران الشرق، الإسكندرية، مصر، 1996، ص: 101

⁴ - طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، 1997، ص: 31

⁵ - هدى محمد رشوان، "مقدمة في الأسواق المالية"، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 46

⁶ - عبد الغفار حنفي وآخرون، "الأسواق المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 30

الاقتصاد الوطني (تضخم، كساد، رواج... الخ)، وتزويده بالسيولة النقدية اللازمة التي دائما تبقى بين الزيادة والنقصان حسب المؤشرات الاقتصادية المختلفة وخاصة التضخم ومعدل البطالة وقيمة العملة الوطنية.... وذلك بواسطة التحكم في نسبة خلق الائتمان عن طريق الاحتياطي الاجباري أو زيادة أو نقصان معدل الفائدة أو القيام عند الضرورة البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية وما يترتب على هذه العملية من تخفيض الأرصدة النقدية التي لدى البنوك التجارية، أو شراء هذه الأوراق من السوق المالية ويقوم المشترون بدفع المبلغ بالشيك مع البنوك المتعاملة معهم، ومنه يقوم البنك المركزي بالخصم المباشر والآني من الحسابات البنكية لديه وهي ما سميت بعمليات السوق المفتوحة .

إن المدى الزمني القصير للسوق النقدي يعطي إمكانية وسرعة تسهيل أدواته المالية بسهولة، ولا يمكن لها أن تلعب وظيفتها الرئيسية (أدواتها المالية) الا بتوفير السيولة اللازمة لتسهيل عمليات المبادلة. ويجب أن نلاحظ ان التطورات الأخيرة للنقد عن طريق الاستعمال الجديد للتكنولوجيا وظهور معها بطاقات السداد وغيرها من الاستعمالات الرقمية المضمونة والسريعة التنفيذ والمقللة للحجم الملموس للكتلة النقدية. إن رقمته الكتلة النقدية له مزايا عديدة أكثر من مساوئه على الأقل في الوقت الحاضر وخاصة في محاربة السوق الموازية وهذا ما يلاحظ في الجزائر وللمحد من كبر الكتلة النقدية الموازية.

3-1-2- سوق رأس المال - Capital Market

- تعريف سوق رأس المال: سوق رأس المال هو فضاء مالي له مدى زمني متوسط أو طويل الأجل، أي أجل الاستحقاق تزيد عن السنة، تحدد طبيعتها الأدوات المالية التي تعبر عن الديون كالسندات أو عن الملكية كالأسهم.

وتعددت التعاريف المتعلقة بسوق رأس المال ويمكن أن نذكر أهمها كالتالي:

التعريف الاول: ((سوق رأس المال، وهو الذي يتم فيه التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، والسندات))¹.
التعريف الثاني: ((الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، وال طالبين أو المقترضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين))².

ما يمكن ان نلاحظه على التعاريف السابقة، كونها تتميز بـ:

1- إطار المجال الذي يجمع بين المقرضين - عارضي الأموال - (أصحاب الفائض)، والمقترضين - طالبي الأموال (أصحاب العجز) ؛

2- تداول أدوات مالية في مدى زمني متوسط أو طويل؛

ومنه يمكن اعطاء التعريف التالي للسوق المالية: ((هي الفضاء المنظم لإصدار وتداول أدوات مالية تتميز بمدة زمنية متوسطة أو طويلة الأجل من طرفين الاول صاحب الفائض الذي يعمل على توظيف أمواله للحصول على عوائد مجزية ، وطرف ثاني يبحث عن تمويل استثماراته بشروط مناسبة لتحقيق ارباح)).

وتعرف سوق رأس المال بهذا الاسم، لكون أصحاب الأفكار الاستثمارية يلجأ إلى هذه الأسواق لحصولهم على الأموال لتكوين رأس المال في استثماراتهم المتنوعة.

وتتكون سوق رأس المال من طرفين مختلفي الأهداف الأول يعرض أمواله الفائضة على استهلاكه أو استثماراته، والثاني طالب لهذه الأموال لاستثمارها في مشروعاته وذلك حسب التحليل الآتي:

1- النوع الأول: المدخرين الذين لهم الفائض من الأموال على احتياجات استهلاكهم أو مشاريعهم الاستثمارية أو عدم القدرة على توظيف أموالهم المتراكمة ولهم الرغبة في استثمارها ، ويصبحون من وجهة نظر السوق عارضوا أموال أي مقرضين متمثلين في أفراد

¹ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 23

² - محمد البنا، " أسواق النقد والمال"، مرجع سابق، ص: 124

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية

أو مؤسسات مالية (البنوك التجارية، صناديق التقاعد (معاشات)، شركات التأمين...)

2-النوع الثاني: أصحاب العجز الذين لم تكفيهم أموالهم لتلبية مطالبهم الاستثمارية، ويمثل هؤلاء طالبي الأموال أو المقترضين من مختلف الشركات الاستثمارية المساهمة والمصدرة للأسهم عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين من الهيئة القانونية لمراقبة وتنظيم سوق رأس المال.....

إن الفكرة **الجوهرية الأولى:** التي أسست وتطورت عليها الأسواق النقدية لم تكن بعيدة عنها في أسواق رأس المال إلا من حيث المدى الزمني، وتكييفها بأدوات مالية خاصة تتوافق وطبيعة العمليات التمويلية.

وكما نبحث لاحقا عن العلاقة التي مست هيكله النظم المالية، بسبب المنافسة الشديدة الموجودة في السوقين، ومن خلق تطور ديناميكي يتمثل في تنوع الآليات الاقتراضية أو فنيات التداول والاصدار في سوق رأس المال.

والفكرة الجوهرية الثانية: هي عملية تشغيل الأموال الناتجة في البداية عن تطور التجارة، وبعدها الصناعة، ولهذا نلاحظ أن جل العمليات الفنية والتقنية فيها تتطور وتحسن خدماتها مع تطور الصناعة، والتجارة والمنافسة (القدرة على التسويق للمنتجات السلعية والخدمية).

إن السيولة هي المحرك الرئيسي للتجارة ومختلف التعاملات المالية على المدى القصير، وآلية التحكم فيها من خلال تتبع نسب التضخم ومؤشراتها والإنتاج والتسويق، والاقتراض.

كما قامت منذ ظهور الفوائض المالية على مبدأ قرض المال وإعادته بعد مدة زمنية معينة بعائد مضافا إلى الرأسمال الأصلي أو ما سمي فيما بعد **الفائدة** وتطورت عملية حساب الفائدة حسب حجم المبلغ، والمدة الزمنية المحددة بقواعد رياضية محسوبة مضبوطة (وهي محرمة شرعا بإجماع علماء الامة).

مع تطور الصناعة وظهور الثورات الصناعية الأولى والثانية في بريطانيا ازداد الاحتياج إلى تمويل مختلف المشاريع الصناعية وما تطلبه من احتياجات الحكومات للأموال لتهيئة البنية التحتية من طرق وسكك حديدية للسلع وسدود، وغيرها من متطلبات البنية التحتية لخدمة التنمية والنمو الاقتصادي.

غير انه مع مرور ما يقارب من قرنٍ مرَّ العالم بأكبر أزمة اقتصادية ومالية 1929 وانهارت معه اقتصاديات الدول الكبرى ونظمها المالية وأنماطها الانتاجية وعجزت مدارسها الكلاسيكية والنيوكلاسيكية من تقديم تفسيرات لجوهر الازمة.

وبدون الخوض في أسبابها ونتائجها يجب العودة إلى الأساس الذي بنيت عليه عملية تشغيل الأموال الا وهي الفائدة.

3-2-مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال: يمكن مقارنة السوقين الماليين النقدي ورأس المال في الجدول ادناه كالتالي:

الجدول رقم: (1-1): مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال

البيان	السوق النقدي	سوق رأس المال
المدة الزمنية آجال الاستحقاق	الأدوات المالية ذات الأجل القصير المدة لا تتعدى السنة	الأدوات المالية تزيد عن السنة (متوسط، طويل)
الوظيفة	تمويل الاستثمارات بالفوائض المالية المودعة من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز	تحويل الفوائض المالية من الوحدات الاقتصادية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز
المؤسسات العاملة	البنك المركزي، والبنوك التجارية	بنوك الاستثمار، الشركات الخاصة بالوساطة المالية، المؤسسات الاستثمارية (صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات، شركات التأمين)

الأدوات المالية	أذونات الخزانة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع، الكمبيالات،.... الخ	الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات والصكوك، عقود انواع المشتقات المالية

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على التعريفات السابقة للسوقين.

3-3- سوق رأس المال من حيث الإصدار والتداول

في هذا الفقرة سنحدد مفهوم السوق الأولي، ومختلف العمليات الفنية التي تتم فيه كالإصدار والجهات القائمة عليها.

3-3-1- تعريف السوق الأولية: Primary Market

التعريف الأول: ((يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في المشروع القائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المنشآت التي نحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال))¹

التعريف الثاني: ((السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة))².

ويمكن من هذين التعريفين استخلاص أساسيات ووظائف واهداف السوق الأولية بـ:

1- توفير رأس المال الضروري لإنشاء شركات المساهمة أو توسيع المشاريع القائمة للشركات؛

2- الآلية الفنية التي توفرها هذه السوق هو الإصدار؛

3- الإصدار هو عملية إنشاء أدوات الملكية كألسهم، وتسويقها مؤسسات مالية متخصصة -بنك الاستثمار (المتعهد) - والشائع هي التي تقوم بعملية الإصدار؛

4- تصدر أدوات دين متوسطة وطويلة المدى كالسندات؛

5- إقراض الشركات، والدول بأدوات الدين؛

6- تنشأ علاقة عقدية (عقود) بين مصدري ومشتري أدوات الملكية؛

7- تحصل الشركات المصدرة للأوراق المالية على احتياجاتها من الأموال بعد بيعها وهذا في السوق الأولية؛

أما في السوق الثانوية إن تداول الأوراق المالية المصدرة من الشركات ذات العجز المالي فلا تحصل على شيء من الأموال.³

إن الأسواق الأولية تمثل الاستثمار الحقيقي، والأسواق الثانوية تمثل سوق الاستثمار المالي.⁴

3-3-2- عملية تصريف الإصدارات: تتم بعد عملية الإصدار للأوراق المالية، عملية مهمة جدا للشركات المتخصصة في عملية الإصدار اللاهي عملية البيع للحصول على الأموال اللازمة من أصحاب الفائض، وترتكز عملية تصريف الإصدارات على عدة اسس نذكرها:

1- الطريقة المباشرة:

يقصد بالأسلوب المباشر لعملية تصريف الإصدارات، قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال المباشر بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لتتم عملية بيع الأسهم أو السندات التي أصدرتها.⁵

¹ - رسيمة قرياقص، "أسواق المال"، مرجع سابق، ص: 49

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 83-84

³ - عبد الغفار حنفي، "البورصات"، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة نشر، ص: 43

⁴ - أحمد عبد الفتوح، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 22

⁵ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 84

2- الطريقة الغير مباشرة:¹

يقصد بها أن لا تقوم الشركة التي أصدرت الأوراق المالية بعملية تسويقها ، بل توكل عملية البيع إلى المؤسسات المتخصصة بهذه العملية، كبنوك الاستثمار.

ولعملية تسويق الأوراق المالية المصدرة عدة طرق نذكرها:

أ- تأمين تغطية الاكتتاب:

- أن يقوم بنك الاستثمار بشراء الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة بسعر يقل عن سعر البيع المتفق عليه، ثم تتم عملية البيع للمستثمرين (أفراد، المؤسسات الاستثمارية) بالسعر المتفق عليه.

ويعتبر عائد البنك الاستثماري هو الفارق المحقق بين سعر البيع والشراء .

- يقوم بنك الاستثمار بعملية بيع الأوراق المالية المصدرة من الشركة نيابة عنها، بسعر يتفق عليه، مع ضمان بيع الكمية كلها أو جزء معين يتفق عليه، ويقوم بنك الاستثمار بشراء الجزء المتبقي من الإصدار، ويأخذ عمولة مقابل ذلك تتراوح نسبتها من 10% إلى 15% من حصيلة بيع الإصدارات، نظرا لخطورة تعرض بنك الاستثمار بعدم القدرة على بيع الإصدارات كلها، أو بسعر أقل من سعر الشراء المتفق عليه .

ومن أجل هذا وللتحوط يوضح بنك الاستثمار عن عدم قدرته على تصريف الإصدارات لوحده، يقوم بعملية الاشتراك مع مجموعة من بنوك الاستثمار الأخرى، وبالأخص في الإصدارات الضخمة، ويحقق من ورائها عدة مزايا نذكرها:

*توزيع الخسارة في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية المصدرة؛

*توزيع كلفة الشراء للأوراق المالية المصدرة بين المشتركين في العملية؛

*تتمكن بنوك الاستثمار من بيع أكبر عدد من الأوراق المالية المصدرة لمختلف أنواع المستثمرين، وفي مدة زمنية وجيزة؛

ب- طريقة أقصى إمكانيات بنك الاستثمار:

في هذه الطريقة لا يضمن بنك الاستثمار تغطية كاملة في الاكتتاب للأوراق المالية المصدرة، وإنما يبذل أقصى إمكانياته المتاحة في عملية بيع هذه الأوراق، على أن يتم إرجاع الأوراق التي لم يتمكن من بيعها للشركة المصدرة، مقابل أجر يتفق عليه.

ج- طريقة الترتيبات الخاصة:

يقوم بنك الاستثمار بترتيب أمر بيع الإصدار الجديد للأوراق المالية إلى مستثمرين معينين (شركات التأمين،.... أو غيرها من المؤسسات المالية) ويحصل مقابل أتعابه في تنظيم وترتيب ذلك على عائدا متفق عليه.

د- المهام الرئيسية الأخرى لبنك الاستثمار:

لكي يتمكن بنك الاستثمار بالإطلاع بمهامه على أكمل وجه يجب عليه أن يلتزم بأربع مهام رئيسية وهي²:

المهمة الأولى: توجيه النصح والمشورة (Advisorg) بشأن:

حجم الإصدار: ومدى ملائمة توقيته، وما إذا كانت هناك وسائل تمويلية أكثر ملائمة.

المهمة الثانية: القيام بكافة الإجراءات التنفيذية (Administrative)

وهذا للإصدار الفعلي للورقة، وما يتطلب من اتصالات بجهات أخرى كلجنة هيئة بورصة الأوراق المالية.

المهمة الثالثة: التوزيع للإصدارات الفعلية (Distribution):

وهذا يبيعه للجمهور أو لعملاء البنك الاستثماري الذين اعتادوا على التعامل معه خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه، وتعتبر هذه

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص:70

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص-ص:87-88

المهمة المحور الأساسي الذي تقوم عليه عملية الإصدار يتم في بداية الأمر التفاوض بين الشركة والبنك على حجم الإصدار، ونوعه، (أسهم أو سندات) ثم تتم عملية إبرام الاتفاق على كافة الشروط عدا السعر الذي ستباع به الورقة المصدرة. يلاحظ في البلدان التي لا توجد بها مؤسسات مالية متخصصة، يوكل تصريفها إلى البنوك التجارية التي تقوم بعملية بيع الأوراق المالية المصدرة والتي يحدد نشاطها على عملية عرض الأوراق المالية المصدرة للاكتتاب العام، وتلقي مختلف طلبات الاكتتاب، وإيداع المبالغ المالية المحصلة من العملية في حساب الشركة لدى البنك¹، وأخذ علاوة تحدد عموماً بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للاكتتاب، أو مبلغ مالي يحدد عن كل سهم مصدر².

3-3-3- أهداف عملية شراء الأوراق المالية المصدرة:

هناك مجموعة من العوامل التي تهدف بنوك الاستثمار وأصحاب الفوائض من ورائها لشراء الأوراق المالية المصدرة الجديدة في السوق الأولية نذكرها:

- أ - **الحصول على عائد:** يتمثل في الأرباح الموزعة بالنسبة للأسهم، أو الفوائد الربوية بالنسبة للسندات.
- ب - **الحصول على الربح من جراء فروق:** الأسعار (أسعار البيع/الشراء)، وتسمى الأرباح الرأسمالية (زيادة القيمة السوقية للسهم على القيمة الاسمية)
- ج - **هناك من يهدف من شراء الأوراق المالية للحصول على السيولة النقدية عند الحاجة، وهذا ببيع الأوراق المالية والحصول على أرباحها.**

3-4- السوق الثانوية: Secondary Market

تعتبر السوق الثانوية إحدى أعمدات السوق المالي الحديث، إذ تُعبر عن الصورة الحقيقية التي وصل إليها اقتصاد دولة ما، من ناحية نموه وتطوره وزيادة تراكم رأس المال ما ينجر عنه زيادة الدخل الفردية وارتفاع مستوى المعيشة والرفاه. إن عدم وجود سوق مالية وخصوصاً السوق الأولية وتتبع العملية بالسوق الثانوية في عصرنا هذا يعبر عن اختناق الدورة الاقتصادية وتخلّفها عن ركب التطور والازدهار وإمكانية خلق الثروة وزيادة معدلات النمو. ولهذا السبب سنقوم بالتمقّق وتحديد شامل لمفهوم السوق الثانوية، وخصائصها وطبيعتها، والعملية التقنية والفنية لكيفية عملها، ودور الابتكارات والابتكارات الحديثة من تطور في خلق أدوات مالية جديدة تتداول داخلها ومن استعمال لمختلف التطورات التكنولوجية المعاصرة ودورها في تنظيم وضبط وتسهيل لإجراء مختلف العمليات والصفقات المالية داخل أسواق الأوراق المالية.

3-4-1- تعريف السوق الثانوية: تعرف السوق الثانوية بعدة تعريفات نذكر أهمها:

التعريف الأول: ((يجرى التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل سوق الإصدار، حيث يكون أطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات أو صناديق استثمار))³.

التعريف الثاني: ((يقصد بالسوق الثاني السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار))⁴

ومن خلال هذين التعريفين المحددين لمفهوم السوق الثانوية يمكن إعطاء تعريف على النحو التالي:

((السوق الثانوية هي الفضاء الذي تتداول فيه الأوراق المالية المصدرة سابقاً في السوق المالية الأولية، وهي سوق مفتوح في مكان مخصص للبيع والشراء للحصول إما على عائد مجزي عن العملية أو للحصول على السيولة النقدية الفورية)).

¹ - محمد أمين عزت الميدياني، "الإدارة التمويلية للشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثالثة، 1999، ص: 533.

² - منير إبراهيم هندي، "نفس المرجع"، ص: 84.

³ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 26.

⁴ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 24.

3-4-2- فنيات وآليات عمل السوق الثانوية: للسوق الثانوية مجموعة من فنيات العمل داخلها نسردها على النحو التالي:

1- تتم في السوق الثانوية عملية البيع والشراء متى شاء المتعاملون إذ بإمكان المقرض أن يبيع دينه أو جزء منه لمعامل آخر وهذا يتم بعملية بيع لأدوات الدين (السندات)، ونفس العملية تنطبق على تداول الأسهم.

2- يعتبر العديد من المتعاملين داخل السوق الثانوية أنها سوق للمتاجرة وتحقيق العوائد الربحية من جراء عملية البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة والاستفادة من الفوارق السعرية عند الشراء أو البيع.

3- يتم تداول الأسهم بطريق التسجيل في دفاتر الشركة إذا كانت اسميه أو عن طريق التسليم إذا كانت (لحامله)، إن السهم الاسمي هو الذي يحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيته بتسجيل اسم المساهم في دفتر الشركة، أما إذا كان السهم لحامله، فهو في هذه الحالة لا يحمل اسم المساهم، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله ويعتبر في نظر الشركة أن حامل السهم هو المالك الفعلي¹.

وتنطبق نفس العملية على أوراق الدين (السندات)، الإسمية أو لحاملها.

4- إن الشركة المصدرة للأوراق المالية لا تكون طرفا فعليا في عملية البيع أو الشراء أي في تداول الأوراق المالية، ومنه لا يمكن أن تحصل الشركة من جراء عمليات البيع والشراء لأوراقها المالية على أموال إضافية، وما العملية إلا نقل تلك الأوراق المتداولة من مستثمر لآخر.

الشركة من جهة أخرى تستفيد من تداول أوراقها المالية في السوق الثانوية وكذلك العملية التي تسبق التداول وهي تسجيل الأوراق المتداولة في قوائم السوق ولها عدة امتيازات هي:²

1- الإعلان الدائم للشركة: يكسبها شهرة، ويزيد من مبيعاتها.

2- المركز المالي للشركة: إن تسجيل الأوراق المالية للشركة على قوائم السوق (عملية إدراج اسم الشركة) يوحي بانطباع جيد عن المركز المالي للشركة، وكذلك الإطلاع على أسعار أوراقها المالية، مما يشجع المستثمرين على شراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في حالة رغبة الشركة في زيادة رأسمالها أو الحصول على القروض اللازمة لذلك.

3- ملاك الشركة: يتمكن ملاك الشركة من بيع أسهمهم في مدة زمنية قصيرة، وبأفضل الأسعار، وما يترتب عليه من زيادة ثروتهم.

4- استمرارية السوق الثانوية: تعتبر أهمية السوق الثانوية في كونها سوقا مستمرة، و بإمكان حاملو الأوراق المالية المتداولة من بيعها متى شاءوا، وهذا حسب الأسباب المختلفة، إما الحاجة إلى السيولة أو الرغبة في التحويل إلى شركة أخرى أفضل من ناحية الربحية.... إن قيام السوق الثانوية بهذه الوظيفة المهمة والجوهرية، يعمل على تشجيع المستثمرين من شراء الأوراق المالية من سوق الإصدار الأولية، أما إذا علم المستثمرون بعدم قدرتهم على تصريفها لأحجموا عن المشاركة في مختلف المشروعات المطروحة في السوق الأولية.

5- المكان: الذي تتعامل فيه السوق الثانوية يجري في مكان منظم مخصص لذلك يسمى البورصة أو خارج البورصة.

4- أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول

4-1- سوق التداول داخل البورصة (Exchange): يطلق اسم البورصة على مكان محدد، يلتقى فيه المتعاملون ببيع وشراء

الأوراق المالية، وتسمى بالسوق المنظمة أو سوق المزاد، أو السوق الرسمية، أو سوق القارة، ويسير من طرف مجلس منتخب من أعضاء السوق، ممثلي الشركات الكبرى، ممثلي بيوت السمسرة، ومثلي بنوك الاستثمار.³

كما عرفت البورصة على أنها: ((سوق السمسرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، للتعامل في الأوراق المالية، وفقا لنظم ثابتة، ولوائح محددة)).⁴

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصر"، مرجع سابق، ص76

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص76

³ - نفس المرجع، ص:79-80

⁴ - محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق"، دار الهاني للطباعة والنشر، القاهرة، بدون سنة نشر، ص:267

كما عرفت بـ: ((سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين))¹.

كما عرفت بـ: ((يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، كما أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق))².

تجتمع هذه التعريفات جميعها على أن البورصة هي :

- مكان معين ومحدد، يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية؛

- لها مواعيد زمنية محددة؛

- تسير البورصة من طرف مجلس منتخب من أعضاء السوق أي من مندوبي الشركات الكبرى المسجلة في السوق؛ وممثلي بيوت السمسرة وبنوك الاستثمار؛

- تراقب قانونيا من طرف هيئة مراقبة وتسيير وتنظيم البورصة التي تعمل على تطبيق القوانين والتشريعات، واللوائح التنظيمية للسوق للمحافظة على استقراره واستمراره وإبعاد كل محاولات التدليس والغش في مختلف التعاملات المالية .

ويمكن استنتاج التعريف التالي للبورصة:

((سوق مالية منظمة محددة في المكان والزمان، للقاء المتعاملون في الأدوات المالية المتداولة بيعا وشرا، تسير من مجلس منتخب من أعضاء السوق، وهيئة تعمل والرقابة على السوق المالية ولا يسمح للتعامل بداخلها إلا للشركات المسجلة - المدرجة- بالبورصة))

4-2- سوق التداول خارج البورصة - (Over-the-counter market)

4-2-1- السوق غير المنظم: يطلق على عملية التداول خارج البورصة بالسوق غير المنظم أو السوق الموازية.

وتعرف السوق الغير منظمة بعدة تعريفات نذكر منها:

التعريف الاول: ((يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة (Unorganized Market) على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (OTC) (over the-counter) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين))³.

كما تقوم الأسواق غير المنظمة بالتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات.⁴

4-3- السوق الثالث - The third Market

قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء المنظمة، ويكون لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة.⁵

4-4- السوق الرابع - The Fourth Market

يقصد بالسوق الرابع تلك المؤسسات الاستثمارية الضخمة والأفراد الأثرياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" مرجع سابق، ص: 28

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 94

³ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 106

⁴ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص: 106

⁵ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص: 109

طليات كبيرة، وذلك كاستراتيجية أخرى، للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة ووسطاء أو تجار الأوراق المالية.¹ ويلاحظ على السوق الثالث ان العملاء في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، وحسابات الأموال التي تديرها البنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها مندوبون في السوق المنظمة.² كما يلاحظ على السوق الرابع أن الصفقات تبرم بسرعة كبيرة، وبأسعار ترضي الطرفين، مع الاتصال المباشر، وبتكلفة منخفضة، ولهذا الأسباب تعد هذا السوق منافسا قويا للسوق المنظمة، والسوق الثالث، إذ يمكن له تداول جميع الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق (البورصة، الثالث)، إن نمو هذه الأسواق يؤدي إلى إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض تكاليف أتعابهم، مما يؤدي في الأخير إلى رفع كفاءة أسواق المال.³

5-مقارنة بين البورصات والأسواق

تعتبر البورصة وليدة السوق، ويعد كل منهما مكان للبيع والشراء والتبادل للسلع والأموال والخدمات، إلا أن البورصة لها مميزات خاصة تفرقها عن السوق كونها تحكمها قوانين وتشريعات ولوائح تنظيمية وأعراف وتقاليد. ولهذا يستعمل لفظ السوق (المالية) على البورصة، ويقصد به سوق رأس المال، ومنذ مدة طويلة تعود إلى القرون الوسطى وهذا الاسم (البورصة) شائعا لدى أصحاب التعاملات التجارية والمالية.

وكانت في البداية البورصة تشمل سوق السلع والمال معا، وبعد مرور فترة طويلة من الزمن وتوسع وتنوع الأعمال بعد إدخال مفهوم التخصص وتقسيم العمل من طرف رائد المدرسة الكلاسيكية (آدم سميث)، ظهرت آثاره على التسمية وأصبحت هناك بورصة البضائع وبورصة الأوراق المالية.

5-1-أوجه الاختلاف بين بورصات التجارة والأسواق المالية:⁴

- 1-التعامل في الأسواق على سلع عينية، وتعقد الصفقات في بورصات التجارة على عينات مختارة؛
 - 2-انعقاد الأسواق يكون في اختلاف الزمان والمكان، بينما تعقد الصفقات بالبورصات في مكان ثابت وبشكل يومي؛
 - 3-في الأسواق قد لا يتم الإعلان عن السعر للمتعاملين، أما في البورصة يتم الإعلان عنه بشكل رسمي ويومي؛
 - 4-يستطيع المشتري في السوق الحصول على السلعة العينية بنفسه ودفع ثمنها أما في العمليات البورصة تتم بواسطة الوسطاء والسماسرة ومندوبيهم المعتمدين لديها الأمر الذي ينفي الطابع الشخصي في هذه المعاملات ولا يلتقي البائعون المشتريين ولا يعرف بعضهم بعضا .
 - 5-يتم التعامل في الأسواق بالدفع الفوري لثمن البضاعة وتسلمها مباشرة أو بعد فترة زمنية معينة متفق عليها، بينما في البورصات لا يتم التسليم لحظة عقد الصفقات إذا كانت البيوع فورية، أما إذا كانت البيوع آجلة فليس هناك ما يمكن تسليمه.
 - 6-يحصل التعامل في الأسواق على مختلف أنواع السلع، أما البورصة يتعين على مختلف السلع التي تكون محلا للتعامل أن تتوفر (السلع) على بعض الشروط وهي:
- أ-يجب أن تكون السلعة من المتجانسات (المتماثلات) التي يقوم بعضها مقام بعضها الآخر عند الوفاء، متجانسة الوحدات معروفة الأوصاف يسهل عملية فرزها وتحديد نوعها ورتبتها وبالتالي تقوم بعملية البيع والشراء دون ضرورة المعاينة.
- ب-أن تكون السلعة غير قابلة للتلف أو سريعة الفساد (حتى يمكن تخزينها).
- ج-تتميز السلع محل عقد الصفقات في البورصات بمميزات منها:

¹ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع ، ص:111

² - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع ، ص:109

³ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع ، ص:111

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية" مرجع سابق ، ص- ص:29-30

-إنتاجها يستغرق وقتا كبيرا.

-إنتاجها ضخم .

-صفقاتها ذات حجم كبير.

-صفقاتها متكررة.

5-2-مقارنة بين سوق الأوراق المالية وغيرها من الأسواق¹:

تتحدد في سوق الأوراق المالية أسعار الأوراق وأثمان الصفقات على أساس تفاعل ميكانيزم العرض/ والطلب مثلها مثل الأسواق الأخرى، حيث تتعامل الأسواق المالية على حقوق الثروة التي هي الأسهم التي بحوزة المتعاملين، بينما يجري في الأسواق التعامل على الثروة ذاتها، وهذا لأن حقوق أصحاب الشركات تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المساهمين ومن هنا ظهرت الحاجة إلى أسواق أوراق مالية تباع فيها الحقوق وتشرى دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول الشركة.

6-العلاقة بين بورصات الأوراق المالية والبورصات السلعية:²

هناك علاقة عضوية وديناميكية بين البورصات السلعية وبورصات الأوراق المالية متمثلة في العلاقة بين الأصول العينية التي يجري التعامل عليها في البورصات السلعية، والأصول المالية المتمثلة في أسهم هذه الشركات والتي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية. إن الشركات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تسويق منتجاتها عن طريق بورصات التجارة بواسطة عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، تكون في نفس الوقت تجري التعاملات على أسهمها في بورصات الأوراق المالية، ولهذا فإن تقلبات أسعار البورصات التجارية صعودا ونزولا تنعكس مباشرة على أسعار التداول لأسهم هذه الشركات في بورصات الأوراق المالية. فنجد هناك علاقة متغير مستقل ألا وهو البورصات التجارية، بمتغير تابع وهي أسواق الأوراق المالية. ومن هنا نكتشف حساسية التداول بالأسهم واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية عنها باتجاهات الأسعار في البورصات السلعية.

¹ - نفس المرجع، ص:31

² - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق ، ص:31

المبحث الثاني : الإطار النظري للسوق المالية الاسلامية

تمهيد:

جاء الإسلام ومنع التعامل بالفائدة على رأس المال المقرض كمبدأ فاصل لا جدال فيه، وحرّم الله عز وجل الربا ونهى النبي صلى الله عليه وسلم بسنته التقريرية أو العملية ذلك واعتبره من باب الكبائر. وبني علماء الإسلام على مختلف عصورهم المتواجدين فيها ووضحوا الحلال والحرام في مسائل التعاملات المالية وراعوا المبادئ التي أتى بها الإسلام وبالدرجة الأولى الإنسان والمحافظة على نفسه، وماله وعرضه ووضعوا لذلك الشرائع وضوابط محكمة من حيث التشريع والتقنين والتوسيع في الحلول لكل المستجدات الطارئة القديمة أو المعاصرة. عند انخراط الأمة تعطل الاجتهاد والقياس في مختلف المسائل الفقهية المالية أو المعاملات البيعية نظرا للركود الاجتماعي والاقتصادي والحضاري.

إن المبحث الموالي في مطلبه الأول نتناول فيه مفهوم النظام الاقتصادي الاسلامي وأساسه وعناصره وتقسيماته والخلفية الفلسفية الدينية التي بُنيت عليها سنتناول فيه كل الضوابط الشرعية التي تمس المعاملات المالية المعاصرة، ومحاولة دراسة الفكرتين الأولى التي تحاول أن تحاكي التطورات المالية العصرية وتضع لها ضوابط شرعية مع أحكام فقهية مخففة بحجة العمل الفني للسوق المالي ومتطلباته، والفكرة الثانية والتي تتبناها وهي المحاكاة لأنها تطورات فنية وتقنية جديدة ومعاصرة والأصل فيها الإباحة ولكن مع إيجاد البدائل الإسلامية الشرعية للمبدأ الذي تعمل به هذه الأسواق وتحريم الربا قليلا أو كثيره ومن ثم العمل على الإبداع وخلق أدوات مالية تنضبط مع أحكام الشريعة الإسلامية كالصكوك مثلا والتدقيق في عقود المشتقات المالية كالخيارات والمستقبليات.

إن العمل في هذا المجال مازال في بدايته وتعتبر أزمة نهاية 2007 وسنة 2008 التي هزت العالم إحدى الفرص الكبيرة التي أعطت للصيرفة الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية ومختلف الأدوات المالية الإسلامية دفعا قويا للتطوير والبحث أكثر عن تطوير أداء الأسواق المالية الإسلامية تحتكم إلى ضوابط الشريعة الإسلامية.

يقوم كل نظام اقتصادي ومالي على فلسفة وعقيدة، يستمد منها في تحديد مفاهيمه، وتشريعاته وقوانينه وتنسجم معها آليات عمله. إن البحث في النشاط الاقتصادي والمالي الاسلامي من منظور عقائدي يبني عليها الدين الاسلامي ركائزه وقواعده، حيث يولد لدى الأفراد الدوافع الإيجابية أو السلبية حسب درجة القناعة وإدراك الفهم إلى العمل والإنتاج والتوزيع، كما يحدد الأهداف للأنشطة الاقتصادية والمالية.

فالإطار الفكري للاقتصاد الإسلامي وأساسه، هو توحيد الله عز وجل¹، وهو أصل العدل والصلاح فمن يجعل الله رقيباً في تصرفاته وأعماله، يتجنب المحارم والمظالم، يحسن التصرف مع نفسه ومع غيره.

إن ما شرعه المولى تبارك وتعالى على يد رسوله صلى الله عليه وسلم من توحيد وعدل وإخلاص وإحسان، وصلاح للناس في دنياهم وأخراهم.

وقسم هذا المبحث الى ثلاثة مطالب على النحو التالي:

المطلب الاول: أساسيات النظام الاقتصادي والمالي الاسلامي؛

المطلب الثاني: ماهية السوق المالية الاسلامية؛

المطلب الثالث: المعايير والمؤشرات المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية؛

¹ - عبد العظيم الإصلاحي، "مبادئ الاقتصاد الإسلامي، نصوص اقتصادية مختارة من كلام شيخ الإسلام ابن تيمية"، دار الطبع مكتبة دار المناهج للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1428هـ، ص: 20.

المطلب الأول: أساسيات النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي

تمهيد:

سنتطرق في هذا المبحث بتحديد مفهوم الاقتصاد الإسلامي وخصائصه وأساسه وعناصر النظام الاقتصادي الإسلامي وتقسيماته المختلفة وذلك حسب العناصر التالية:

1- مفهوم الاقتصاد الإسلامي:

((يتمثل الاقتصاد الإسلامي في مجموعة الأسس الأساسية الكلية المستنبطة من مصادر الفقه الإسلامي والتي تحكم المعاملات الاقتصادية المختلفة في ظل نظام شامل ومتكامل مع الأنظمة الإسلامية الأخرى يهدف تسيير النشاط الاقتصادي لإشباع الحاجات المادية والروحانية للبشرية بما يحقق لها الحياة الكريمة الطيبة في الدنيا والفوز برضاء الله في الآخرة))¹.

يتضمن هذا المفهوم أهم الركائز التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي و يمكن سردها في:

1- النظام الاقتصادي الإسلامي هو جزء من النظام الإسلامي العام.

2- المعاملات الاقتصادية والمالية تدخل ضمن الإطار العام للاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

3- هدف الاقتصاد الإسلامي هو تمكين الإنسان من إشباع حاجاته المادية وفقا للقواعد والمبادئ الإسلامية.

2- خصائص الاقتصاد الإسلامي:

يتميز الاقتصاد الإسلامي بمجموعة من الخصائص نوضحها على النحو التالي²:

1- دور القيم الإيمانية في السلوك الاقتصادي المتمثلة في الإيمان العميق والصادق بأن الله هو المالك الحقيقي لكافة مستلزمات النشاط الاقتصادي وأنه سبحانه وتعالى سوف يحاسب كل إنسان على عمله ومعاملاته بصفة عامة، وعلى ماله: من أين اكتسبه؟ وفيما أنفقه؟

2- التزام كل من يمارس أي نشاط اقتصادي بمجموعة من القيم الأخلاقية السامية التي تضبط سلوكه في المعاملات من أهمها: الأمانة والمصادقية والشفافية والوفاء والإحسان.

3- المزج بين الإشباع المادي والروحي للإنسان في إطار متوازن لما يحقق حاجة الجسد والروح معا، فالمادة لازمة لبناء الجسد، والعبادات لازمة للتربية الروحية.

4- التوازن بين مصلحة الفرد ومصلحة الجماعة في إطار متكامل لإقرار العدالة وتحقيق المصلحة الاجتماعية.

5- تنوع ملكية الإنتاج بين الملكية الخاصة والعامة بما يحقق المصلحة الفردية والجماعية والعامة.

6- شمولية الاقتصاد الإسلامي لكل نواحي النشاط الاقتصادي وتكامله مع النظم الإسلامية الفرعية الأخرى.

7- يحكم المعاملات الاقتصادية منظومة من الأحكام والمبادئ الشرعية المستنبطة من القواعد الفقهية والتي تمثل المرجعية الإسلامية للحكم على المعاملات المشروعة والمنهي عنها شرعا.

8- ثبات القواعد والمبادئ الأساسية التي تحكم النشاط الاقتصادي الإسلامي، أما المسائل الفرعية التفصيلية والإجراءات والأساليب فهي مرنة تتغير في ضوء المتغيرات في الظروف المحيطة، والأخيرة من اجتهاد فقهاء الإسلام المخلصين المحققين في كل عصر.

9- هناك بواعث ودوافع للمتعاملين بالالتزام بالأحكام والمبادئ الشرعية مبعثها التربية الإسلامية منها: البواعث الذاتية، والبواعث الدينية، والبواعث المجتمعية والبواعث القانونية.

¹ - حسين حسين شحاتة، "الاقتصاد الإسلامي بين الفكر والتطبيق"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص:10.

² - نفس المرجع، ص:11.

10- عالمية الاقتصاد الإسلامي، لأنه يتفق مع الفطرة الإنسانية التي فطر الله الناس جميعاً عليها، فلا يصطدم بعقل رشيد ولا بغريزة تحكمه ولا بعلم نافع.

3- أسس الاقتصاد الإسلامي:

تعتبر هي المرجعية الإسلامية للنظام الاقتصادي الإسلامي، ويعبر عنها بمجموعة الأحكام والمبادئ المستخرجة من القواعد الفقهية العامة ذات العلاقة بالتعاملات الاقتصادية والمالية، ومن صفاتها الرئيسية الثبات وإمكانية تطبيقها عبر الزمان والمكان ومن أهم هذه الأسس نذكر:¹

1- عدم الفصل بين العبادات والمعاملات عند ممارسة النشاط الاقتصادي، وتعتبر المعاملات عبادة متى كانت وفقاً لشرع الله، والحافظ والباعث على ذلك مرضاة الله عز وجل، وتحقيق البركة في الأرزاق، ومن أهم هذه القيم التعبدية ذات الأثر الاقتصادي:

- التقوى والخشية من الله في كل المعاملات؛

- والإخلاص في العمل والتعامل بالأخلاق الحسنة؛

- والإيمان بأن الرزق من عند الله وعلى الإنسان أن يأخذ بالأسباب الذاتية لقدرته وطبيعة العمل الذي سيقوم به؛ - ضبط السلوك والإيمان بالمحاسبة الربانية يوم الحساب؛

2- تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية من ممارسة المعاملات الاقتصادية وهي:

حفظ الدين، وحفظ النفس، وحفظ العقل، وحفظ العرض، وحفظ المال، وتحريم أي معاملة تؤدي إلى الإضرار بهذه المقاصد.

3- إيتاء فريضة الزكاة، الركن الثالث من أركان الإسلام، وهي ركن من أركان الاقتصاد الإسلامي، وهي من أهم أدوات تنمية المال وزيادة بركته في إعمار الأرض.

4- حماية المال وتنميته وفق الضوابط والصيغ المشروعة، وأساس ذلك قول الرسول صلى الله عليه وسلم "كل المسلم على المسلم حرام دمه وعرضه وماله" (رواه مسلم).

5- إن الله قد خلق من الأرزاق ما يكفل حياة كريمة للمخلوقات، وعلى الإنسان أن يسعى في الحصول على الرزق الطيب، طبقاً للأولويات الإسلامية، وهي: الضروريات والحاجيات، والادخار لوقت الحاجة.

6- إن العمل الصالح المتقن وسيلة الكسب المادي والذي عاينته التقوية على عبادة الله، فالمادة وسيلة لبناء الجسد، والعبادة وسيلة لتغذية الروح، ويلزم الفرد أن يوازن بينهما بحيث لا يطغى أحدهما على الآخر.

7- إن المعاملات الاقتصادية هي علاقات تعاقدية تخضع لشروط العقد وأحكامه بصفة عامة والبيع بصفة خاصة، ومن ثم يجب توثيقها بالكتابة والتسجيل أو غيرها، ولقد بينت الآية الكريمة بكل تفصيل ووضوح في قوله تعالى ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ۚ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ ۚ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ ۚ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا ۚ فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمْلِئَ هُوَ فَلْيُمْلِلْ وَلِيُّهُ بِالْعَدْلِ ۚ وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رَجَالِكُمْ ۚ فَإِنْ لَمْ يَكُنَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّنْ تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَى ۚ وَلَا يَأْب الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا ۚ وَلَا تَسْأَلُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلٍ ۚ ذَٰلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا ۚ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا ۚ وَأَشْهِدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ ۚ وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ ۚ وَإِنْ تَفْعَلُوا فَإِنَّهُ فُسُوقٌ بِكُمْ ۚ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ وَاعْلَمُوا أَنَّ اللَّهَ ۚ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ)) (البقرة، الآية 282).

8- حماية الملكية الفردية المكونة بالحق والمقيدة بعدم الاعتداء على حقوق الآخرين، وأدائها لحقوق المجتمع والغير بالقسط وهي أساس

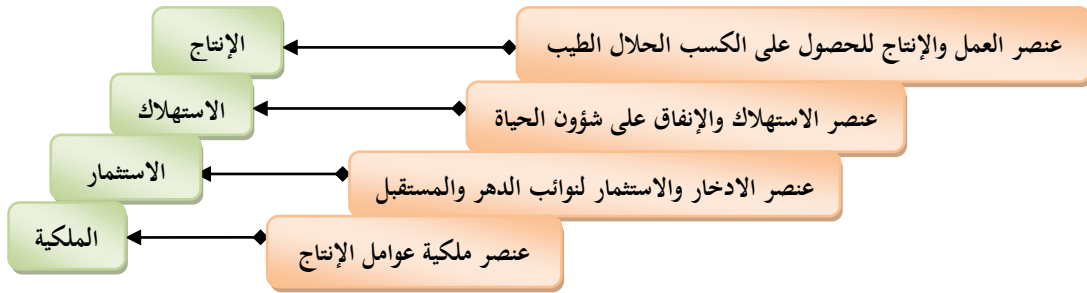
¹ - حسين حسين شحاتة، الاقتصاد الإسلامي بين الفكر والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 12.

التملك، ويجوز أن يكون بجانبها الملكية العامة والملكية التعاونية ليقوما بدورها في التنمية الشاملة في المجالات التي يحجم عنها الأفراد.
9- عدم الفصل بين الأخلاق والمعاملات الاقتصادية، وأول قيمة أخلاقية في مجال المعاملات الاقتصادية هي: تجرّي الحلال.
 إن ملخص الثوابت والأسس المذكورة أعلاه، تعتبر القواعد العامة التي بني عليها الاقتصاد الإسلامي، وعلى علماء الفقه التوسع في الاجتهاد في كل المجالات الاقتصادية والمالية، بما يناسب الزمان والمكان.

4- عناصر النظام الاقتصادي الإسلامي:

يجب على الإنسان المسلم أن يضرب في الأرض، بما وهبه الله من إمكانيات، كما يجب عليه الاعتدال في كيفية الإنفاق، والحكمة في الاستثمار. ولقد صور رسول الله صلى الله عليه وسلم عناصر النظام الاقتصادي الإسلامي في الحديث النبوي الشريف:
 "رحم الله امرأً اكتسب طيباً، وأنفق قصداً، وقدم فضلاً ليوم فقره وحاجته" (أورده الهندي في كتاب كنز العمال 6/4).
 ومنه استخرج علماء وفقهاء الاقتصاد الإسلامي هيكل عناصر النظام الاقتصادي الإسلامي على النحو التالي:

الشكل رقم (1-5): عناصر النظام الاقتصادي الإسلامي



من اعداد الباحث بالاعتماد على: حسين حسين شحاتة، "الاقتصاد الإسلامي بين الفكر والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 13

5- تقسيمات الاقتصاد الإسلامي:

تتكون بنية الاقتصاد الإسلامي من عدد من المؤسسات الاقتصادية والمالية، والهيئات المدنية، وينضبط بأسس وقواعد ومن أهمها:

5-1- المؤسسات الاقتصادية: وتتمثل في الوحدات الإنتاجية والخدمية سواء كانت في شكل وحدات فردية أم شركات أو تعاونيات، وسواء كانت قطاعاً خاصاً أم عاماً، ويجب تشجيع القطاع الخاص وتحفيز الأفراد على العمل والإنتاج والتملك في ضوء ضوابط حماية حقوق الآخرين وحقوق المجتمع.

5-2- المؤسسات المالية: وتتمثل في المصارف (البنوك) ومؤسسات التأمين التكافلي، وشركات الاستثمار وتوظيف الأموال، ونرى ضرورة أن تتعامل هذه المؤسسات على أساس ونظام وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامي وليس على أساس الربا، وأن تجعل تعاملها في الطيبات وطبقاً للأولويات الإسلامية.

5-3- مؤسسات المجتمع المدني ذات العلاقة بالنشاط الاقتصادي: مثل الجمعيات التعاونية الاقتصادية والجمعيات الاجتماعية التي تدير بعض الأنشطة الاقتصادية، والمؤسسات الخيرية مثل الوقف والصدقات وما في حكم ذلك، ويجب أن تنضبط معاملات هذه المؤسسات بمعايير وأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

5-4- الأسواق: يقصد بالسوق أنه الوسيلة التي يتم بها تبادل وتداول السلع والخدمات بين البائعين والمشتريين بضمن يتراضون عليه، وتحكمه آليات العرض والطلب، ويجب أن يتوفر في هذه السوق مجموعة من الشروط، وتحكمه مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحمي من الغش والغرر والجهالة والتدليس والاحتكار والربا وكافة صور أكل أموال الناس بالباطل.

5-5- السلطات الاقتصادية: وتتمثل في الوحدات الاقتصادية الحكومية التي تحفظ وتراقب شؤون المجتمع الاقتصادية مثل: أجهزة

¹ - نفس المرجع، ص: 13-14

التوجيه الاقتصادي، وأجهزة الرقابة على المال والنقد والأسواق، وبيت المال، والمصرف المركزي، والغرف التجارية، وغير ذلك، ويجب أن تلتزم هذه السلطات الاقتصادية فيما تصدره من قوانين وسياسات بضوابط الشريعة الإسلامية.

5-6- السلطات التشريعية: وتمثل في المجالس النيابية التشريعية التي تتولى وضع القوانين والتشريعات التي تحكم النشاط الاقتصادي وتنظم الملكية والحقوق المالية، وتتولى الحكم في المنازعات التجارية، ويجب تنقية القوانين التجارية المالية وما في حكمها مما يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، ولا سيما المعاملات الربوية والتعامل في السلع والخدمات المحرمة شرعا.

5-7- المؤسسات التعليمية الاقتصادية: وتمثل في المدارس والمعاهد والكليات التجارية والتي تهتم بتخريج العنصر البشري الذي يعمل في البنيات السابقة، ويجب إعادة النظر فيما يدرس في هذه المؤسسات التعليمية وتنقيتها من الموضوعات التي تتعارض مع المفاهيم والأسس الإسلامية والاهتمام بموضوعات المال والتجارة والاقتصاد الإسلامي.

المطلب الثاني: ماهية السوق المالية الاسلامية

تمهيد:

سنتناول في هذا المطلب لتعريفات الاسواق المالية الاسلامية المتعددة، وأهميتها ووظائفها وخصائصها ومميزاتها من خلال العناصر التالية:

1-تعريف السوق المالية الاسلامية:

تلعب الاسواق المالية الاسلامية دوراً هاماً في استثمار الأموال وفق ضوابط الشريعة الاسلامية من اجل تحقيق الثروة وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، ولها عدة تعريفات نظرك الى أهمها على النحو التالي:

التعريف الأول: تعد الاسواق المالية الاسلامية فرصة ثمينة لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن عن طريق تنويع محافظته الاستثمارية واختيار الأدوات الأكثر قوة ونجاعة، من التقليل والتحوط من الخسائر والمخاطر، وزيادة عوائده الربحية، كما تعمل على اعادة تنقية وضخ الاموال الحلال المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، والقدرة على تمويل المشروعات الاستثمارية الهادفة والناجحة، من خلال زيادة الطيبات في المجتمع، والمؤدية الى رفع معدلات النمو الاقتصادي¹.

كما عرفت السوق المالية الاسلامية بـ:

التعريف الثاني: تعد السوق المالية الاسلامية سوقاً منظمة تعقد في مكانٍ مخصص، وفي اوقات دورية محددة للتعاملات المالية الشرعية بيعاً وشراءً لمختلف الاوراق المالية، كما تهدف الى تعبئة المدخرات النقدية واعادة توجيهها الى المشروعات المنتجة الحلال². كما عرفت ايضاً بـ:

التعريف الثالث: تعتبر السوق المالية الاسلامية، سوقاً منظمة تلتقي فيها ارادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الاوراق المالية المنضبطة بالشريعة الاسلامية، هدفها هو تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها الى الاستثمار في المشروعات المنتجة الحلال للمساهمة في تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية³.

ومن خلال السرد المتسلسل لهذه التعريفات يمكن ان نستخلص النقاط التالية:

- 1- لا يختلف مفهوم السوق المالية الاسلامية العام، وخاصة الجانب الفني منها، عن مفهوم السوق المالية التقليدية؛
 - 2- تتوافق الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الاسلامية، مع قواعد واحكام الشريعة الاسلامية؛
 - 3- يشترط في جميع العمليات المالية ومختلف المعاملات في السوق المالية الاسلامية، ان تلتزم بكافة المحاذير الشرعية من مقامرة، واحتكار، وغرر، وجهالة، وجهل، وخداع، ونصب، واحتيال، اي جميع المعاملات اللاأخلاقية؛
 - 4- تساهم الاسواق المالية الاسلامية بصورة حقيقة وليست وهمية في مختلف مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك عن طريق توجيهها الى مختلف الاستثمارات الحقيقية التي تخلق المنتجات الحلال وتزيد في ثروة الافراد؛
- ومن خلال ما سبق يمكن نعطى تعريفاً للأسواق المالية الاسلامية على النحو التالي:

((هي الفضاء الوجودي المكاني او الإلكتروني الذي يمكن بواسطته من نقل الفوائض النقدية من الوحدات المُدخِّرة والتي لها قابلية الاستثمار في المشاريع الأربوية في تعاملاتها المالية، ومنتجاتها الحلال الى الوحدات القادرة على الاستثمار المباح عن طريق التمويل الأربوي لمختلف انواع استثماراتها، وهي تؤسس على مبدأ احترام وإلتزام قواعد وأحكام الشريعة الاسلامية في جميع مؤسساتها وهيئاتها وادواتها المالية المتعامل بها داخل السوق المالية الاسلامية)).

¹ - كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية اسلامية"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، بالمعقد بمكة المكرمة، بالمملكة العربية السعودية، 2005، ص: 02

² - أحمد محي الدين أحمد، "اسواق الاوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الاسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي، مجموعة دلة البركة، ادارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص: 24.

³ - أحمد السعيد، "الأسواق المالية المعاصرة- دراسة فقهية" دار الكتاب الثقافي، عمان، المملكة الاردنية الهاشمية، 2008، ص: 19.

2-أهمية السوق المالية الاسلامية:

يوضح قرار مجمع الفقه الاسلامي رقم(6/10/61) مدى أهمية السوق المالية الاسلامية كأحد دعائم مكونات النظام الاقتصادي للبلدان الاسلامية، وهذا نص القرار((الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام اقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما سيتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية او دنيوية.....)).

ويمكن توضيح أهمية الاسواق المالية الاسلامية في النقاط التالية:

- 1- القدرة على توفير التمويل اللأربوي وخلق قطيعة مع التعاملات التقليدي المخالفة لأحكام الشريعة الاسلامية؛
- 2- امكانية اعطاء الفرص التمويلية للمستثمرين الذين يتجنبون للتعاملات بالفوائد الربوية؛
- 3- إعادة استرجاع الاموال الاسلامية المستثمرة في خارج البلاد الاسلامية؛
- 4- خلق الاطار الشرعي لازم لعمل الاسواق المالية الاسلامية؛
- 5- تقام الاسواق المالية الاسلامية على مبدأ المشاركة؛

3-وظائف السوق المالية الاسلامية:

للسوق المالية الاسلامية وظائف متعددة ومختلفة من حيث الادوار المالية والاقتصادية، اذ يمكن ابراز اهمها في النقاط التالية:

1- القيام بعملية تنشيط تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية: تمثل السوق المالية الاسلامية احدى اهم وسائط الربط بين الوحدات الاقتصادية القادرة على الادخار والرافضة لكل المعاملات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الاسلامية، والوحدات الاقتصادية المستثمرة في العمل الانتاجي الحقيقي المتوافق مع الشريعة، حيث تعمل على تعبئة جميع المدخرات حسب نوعها وآجالها الزمنية، وتوجيهها بشكل مباشر او بوساطة ماليين لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية المنتجة¹. وعليه تعمل السوق المالية الاسلامية، على تمويل العدد الاكبر من الخطط التنموية الاقتصادية وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، اذ تعمل الدول على الاقتراض من اكبر عدد من المدخرين، وبذلك تمكن من تعبئة رؤوس اموال كبيرة قد تعجز البنوك والحكومات على توفيرها في الوقت المناسب².

2- توفير السيولة النقدية: يعد توفير السيولة النقدية في السوق المالية الاسلامية من اهم اهداف السوق ، اذ تمكن المستثمرين من عملية تحويل اصولهم المالية الغير سائلة نقدا او جزء منها، الى سيولة نقدية في اي فترة زمنية عند اسعار ذات عائد مجزّي وبأقل التكاليف، بالاعتماد على حرية واستمرارية السوق المالية الاسلامية، اذ على اساسها امكانية وجود من لهم الرغبة في عملية البيع ، ومن جهة ثانية من هم قادرين على شراء هذه الاوراق المالية، بدون وجود فرصة لإحتكار السوق من طرف فئة معينة³.

3- تعمل على تقويم الشركات وكمؤشر لتحديد الأسعار: تعد السوق المالية الاسلامية احدى الأدوات المهمة لتقويم الشركات واستثماراتها وجدواها الاقتصادية والمالية، اذ تعمل على توفير كل المعلومات حول كيفية أداء إدارة الشركة، وبالإفصاح عن المعلومات المتعلقة ببياناتها وحجم ارقام اعمالها وارباحها المحققة، التي تساعد على تحديد أسعار أسهمها في السوق.

تقوم الشركات المدرجة داخل السوق المالية على التقيد والالتزام بنشر كل البيانات ومختلف المعلومات المتعلقة بالشركة(المركز المالي، والارباح المحققة، والتوزيعات المحتملة للمساهمين، وخطط التوسعة للشركة ان كان بالإمكان.....)، مما يمكن من خلق سعر حقيقي للورقة المالية المتداولة والتي تعبر عن الامكانيات الحقيقية للشركة ، ويكون بمثابة السعر الأفضل للبايعين والممثل لأعلى سعر طلب، او ادنى سعر عرض بالنسبة للمشتري⁴.

¹ - زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2005، ص:260.

² - أنور مصباح سورة، "شركات استثمار الاموال من منظور اسلامي"، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2004، ص:93.

³ - احمد محي الدين احمد، ص:38

⁴ - احمد محمد لطفي احمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2008، ص:33.

-تعمل السوق المالية الاسلامية على ابرام الصفقات المتعددة بصورة شفافة ومعلومات حول السوق متاحة بعدالة لكافة المتعاملين الاقتصاديين، مما يعمل على خلق اسعار سوقية حقيقية للأدوات المالية المتداولة داخل السوق وهذا عبر التقاء آليات العرض والطلب لمزايدة العلنية الصريحة امام المتعاملين.

٤- تنوع البدائل الاستثمارية وتنشيط السوق الاولية والثانوية: تتيح السوق المالية الاسلامية امام المستثمرين الحرية في اختيار البدائل الاستثمارية الحقيقية الملتزمة بأحكام الشريعة الاسلامية المناسبة، وألْقُدْرَةُ على توفير المحافظ المالية ذات الادوات المالية الحلال الخالية من اي مخالفات شرعية¹ مما يتناسب مع رغباته في تحقيق العائد المجزي وتوفير السيولة والأمان.

4- خصائص ومميزات السوق المالية الاسلامية

تتصف السوق المالية الاسلامية بمجموعة من الخصائص والمميزات تنفرد بها عن باقي الاسواق المالية التقليدية، ونذكر منها:

١- جميع عمليات السوق المالية الاسلامية ملتزمة بكافة الضوابط الشرعية الاسلامية: اهم ما يميز السوق المالية الاسلامية عن غيرها من الاسواق التقليدية، هو التزامها بكافة المبادئ والاسس التي تبنى عليها الأحكام الشرعية الاسلامية، اذ يجب ان تلتزم كل المعاملات المالية والاتفاقيات والعقود والصفقات الى الضوابط الشرعية المتفق عليها والخالية من المحظورات كالربا، والغش، والغرر، القمار، والميسر، والاحتكار، والمنافسة الغير شريفة من كذب وتدليس للمعلومات المتداولة في السوق. كما تُقَلُّ في السوق المالية الاسلامية عملية المضاربة على اسعار الاوراق المالية المتداولة، ويرجع هذا للكثير من المحاذير الشرعية فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وكذلك بسبب السياسات المالية والنقدية التي تزيد من اعباء المتاجرة بالأدوات المالية، ومن جهة اخرى تفرض تكلفة صغيرة على الامتلاك ذو الآجال الزمنية الطويلة للأدوات المالية من اجل الاستثمار².

كما يجب ان نؤكد على ان الاسواق المالية الاسلامية لا تدرج فيه وتقيّد الا الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية.

٢- التزام الاسواق المالية الاسلامية الى قرارات وفتاوى الهيئة الشرعية: تتميز المؤسسات والمصارف والاسواق المالية الاسلامية بوجود هيئات الرقابة الشرعية بها من اجل مراقبة كل العمليات المالية لحمايتها من جميع المحاذير الشرعية الاسلامية³. كما يمكن اعطاء تعريف لهيئة الرقابة الشرعية يتمثل في كونها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يُعهد اليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الاسلامية ومراقبتها والاشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، حيث تكون فتاويها مُلْزِمَةً لتلك المؤسسات⁴.

ومن خلال التعريف السابق نتضح لنا أهمية الفتاوى وأعمال الرقابة الشرعية التي تمارسها هذه الهيئات ويمكن اجازها في الآتي:

أ- اقرار المعاملات المالية المشروعة التي تقوم بها المؤسسات والشركات الاسلامية، والتحذير من كل المخالفات التي بالإمكان ارتكابها والتحذير منها، ومحاولة الابداع في ايجاد البدائل المشروعة لمختلف المعاملات المحذورة، وخلق صيغ مالية واستثمارية معاصرة ومشروعة.

ب- وجود هيئات للرقابة الشرعية على مستوى الاسواق والمؤسسات المالية الاسلامية، يقوي الثقة لدى المستثمرين والمتعاملين بهذه المؤسسات المالية، بأن كل أنشطتها وأعمالها ومعاملاتها مطابقة لأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية⁵.

٣- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ واحكام الشريعة الاسلامية: ان الأدوات المالية المُصَدَّرَة والقابلة للتداول في

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 11.

² - احمد سفر، "المصارف والاسواق المالية التقليدية والاسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2006، ص: 151.

³ - عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الاسلامية" مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد الرابع، العدد الاول، الامارات العربية المتحدة، 2007، ص: 108.

⁴ - احمد محي الدين احمد، "حدود الهيئات الشرعية وادارة المؤسسات المالية الاسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، مجمع البحوث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2003، ص: 05.

⁵ - محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الاسلامية"، ورقة بحثية مقدمة الى مؤتمر: "المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول"، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2009، ص: 18.

الاسواق والمؤسسات المالية الاسلامية ، يجب ان تكون محكومة بقواعد واحكام الشريعة الاسلامية، ومن اهم هذه الانواع نجد: الاسهم العادية والصكوك الاسلامية المتعامل بها حسب مختلف الصيغ الاسلامية.

كما تأخذ الأدوات المالية الاسلامية التعريف التالي((صكوك تصدرها مؤسسات مالية بإعتبارها مضارباً، وتمثل حصّة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشروعات متعدّدة، تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة، وتتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد))¹.

ومن أجل قيام السوق المالية الاسلامية على مبادئ واسس قوية ، اصبح من الضروري لإستمراريتها وقدرتها على منافسة الاسواق المالية التقليدية، على ايجاد وابداع ادوات مالية مصممة وفق شروط فنية عالية واحكام شرعية واضحة، تسمح لها بالتعامل بواسطتها من طرف مختلف شرائح وانواع المستثمرين، وتكون على شكل ادوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس اموال استثمارات المشروعات لا ادوات اقراض واقترض².

وما يلاحظ على السوق المالية الاسلامية، أنَّها سُوِّقَ لا تعد فيها ادوات الدين السّمة الغالبة في تعاملاتها، وهي تعمل على تخفيز التداول بأدوات الملكية، وخلق صيغ استثمارية تخدم عمليات التداول الحقيقي للسلع والخدمات.

٥4- التركيز والمتابعة لسوق الاصدار الاول وسوق التداول الثانوي: تتكون السوق المالية الاسلامية كمثيلتها السوق المالية التقليدية، من سوقين رئيسين: سوق اصدار للأوراق المالية اولى، تتكون فيه علاقة مباشرة بين المصدر والمُكتتب (بائع/مشتري).

وسوق تداول ثانوي للأوراق المالية الاسلامية التي سبق اصدارها والاكتتاب فيها(اي انما اصبحت استثمارا حقيقيا منشأً). والسّمة المميزة لهذين السوقين هي العلاقة التي تربطها، فلو لا وجود اصدار ومشتريين لأدواته المالية في السوق الاولى، لما وجد تداول لها في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من ايجاد وسائل تقدم لها احتياجاتها التمويلية.

وعليه نجد ان السوق المالية الاسلامية، تعمل على التركيز والاهتمام بالسوقين الأولى والثانوية مع بعضهما البعض بشكل متوازن، تطبيقاً للمبدأ الفني الا وهو معيار الكفاءة السوق المالية والمتمثل في المدة الزمنية في عملية تمويل المشروعات المنتجة.

¹ - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 251.

² - نفس المرجع، ص: 258.

المطلب الثالث :المعايير والمؤشرات المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية

تمهيد:

للتحكم في سير السوق المالية وجد عبر مراحل تطورها العديد من المؤشرات والمعايير لقياس أداء السوق من حيث المؤشر العام للسوق الذي يعبر عن تطور صعوده او نزوله حسب حركية الشركات المرجة ومستوى نشاطها في تداول اسهما داخل السوق، كما يعبر مؤشر القيمة السوقية للأسهم المتداولة على حجم السيولة الموجود داخل السوق ، وكذلك مؤشر الرسملة السوقية الذي يعطي مقدار مساهمة الدخل الوطني في القيمة السوقية للسوق، وهناك ايضا العديد من المؤشرات الداخلية كمعدل دوران الاسهم الى الخ.

1-المعايير المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية

يتم استخدام معايير عديدة تعتبر كمؤشرات تحدد السمة العامة لتطور اداء سوق رأس المال، ومن اهمها والتي تعتبر الركيزة الاساسية لتطور أداء السوق المالي ونمو، الا وهي حجم السيولة المتداولة، وتجمع أغلب الدراسات العلمية المتخصصة في مجال عمل اسوق رأس المال على وجود ثلاثة مؤشرات أساسية وهي:

1-مؤشر حجم سوق رأس المال؛

2-مؤشر سيولة سوق رأس المال؛

3-مؤشر تمرکز سوق رأس المال؛

1-1- مؤشر حجم سوق رأس المال: يقاس حجم السوق من خلال ما يلي¹:

أ-معدل الرسملة السوقية(البورصية):وهو يقيس مدى قدرة الادخار على تعبئة رأس المال المطلوب للعملية الاستثمارية، وتقاس بقيمة الاسهم المدرجة (المسجلة) في السوق المالية نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي للدولة ويمكن كتابتها كالتالي:

$$\text{الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الاسهم المدرجة في السوق المالي}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

ب-عدد الشركات المدرجة: وهي تدل على عمق السوق وتنوعه، فارتفاع عدد الشركات في البورصة يدل على حجم اتساع السوق وارتفاع عدد الاستثمارات وتنوعها في الاقتصاد الوطني، ويقاس نموه نسبة الى الفترات السابقة.

1-2- مؤشر سيولة سوق رأس المال:

وهي القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة تامة أي القدرة على الدخول والخروج من سوق التداول بدون صعوبة وتغير كبير في قيمتها السوقية ،ويمكن ان تقاس سيولة السوق المالية بالمؤشرين التاليين²:

أ-نسبة حجم التداول: وتشير هذه النسبة الى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة الى حجم الاقتصاد الوطني ،وهي تعبر بشكل كبير على مستوى السيولة المتداولة في الاقتصاد الوطني، ويمكن كتابتها على النحو التالي:

$$\text{نسبة حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الاوراق المتداولة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

¹ -انظر الى المرجعين:

-عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، " أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق الناشئة"، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015، ص:78.

-يوسف مسعداوي، "أساسيات في الاسواق المالية وادارة المحافظ"، مرجع سابق، ص:143.

² - نفس المرجعين السابقين: الأول، ص -ص:78-79 ، والثاني، ص:143.

ب- **معدل الدوران** : وهي تقيس حجم المعاملات نسبة لحجم السوق ، فالسوق الصغيرة التي تتميز بإرتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، ويمكن كتابتها بالصيغة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{اجمالي عدد الاوراق المالية المتداولة}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المتداولة}}$$

1-3- مؤشر درجة تمركز السوق: وتؤثر على مدى سيطرت عدد قليل من الشركات الكبرى على السوق المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما أثرت بشكل سلبي على السوق ، وتقاس درجة تمركز السوق بمدى مساهمة أكبر عشر (10) شركات في السوق المالية بالرسملة السوقية ، نسبة الى اجمالي القيمة السوقية.

1-4- تقلبات العوائد: وتقاس بإستخدام معامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة ، كما قد يقاس باستخدام الانحراف المعياري.

2- مؤشرات الأسواق المالية العالمية¹:

يقيس المؤشر مستوى الاسعار في السوق فهو أداة لتحديد اتجاهات الاسعار في السوق المالي بصورة اجمالية، أو لقطاع في السوق حيث يعتبر أداة مهمة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة في الدولة.

ويبنى المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما معاً، وتختار العينة بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الحالة التي يكون عليها سوق رأس المال الذي يستهدف المؤشر قياسه.

2-1- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات : يعتبر المؤشر أداة اساسية للتنبؤ بما ستصبح عليه الحالة الاقتصادية العامة للدولة كما أنه يعطي فكرة سريعة عن العوائد المتولدة عن محافظ الاوراق المالية للمستثمرين والحكم على مستوى أداء المديرين القائمين على إدارة محافظة الاوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما أنها تستخدم لإعطاء نظرة عن حالة سوق رأس المال في المستقبل و استخدامها ايضا كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحافظ الاوراق المالية.

2-2- أنواع المؤشرات الرئيسية : يمكن إيجاز أهم أنواع المؤشرات الرئيسية فيما يلي :

2-2-1- مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة : Dow Jones Industrial Average-DJIA-Index

يعتبر مؤشر داوجونز أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز-داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول-ستريت "jornal Wall street" بإصدار مؤشره المعروف بمؤشر **داوجونز** في 03 يوليو 1884، وكان يتضمن 12 سهماً أي 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين 02 من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر داوجونز عشرون سهماً أي 18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم شركات الصناعية²، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهماً للعينة³.

ويعتبر مؤشر داوجونز الصناعي خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم تعديله بالأخذ في عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية ممثلة لـ 65 شركة موزعة ، ويتم حسابه كل نصف ساعة على النحو التالي:

1 -رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2000، ص215-217.

2 --محمد صالح الخناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002 ، ص256.

3 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999 ، ص261.

-ثلاثون شركة صناعية/ وعشرون شركة نقل/ وخمسة عشر شركة مرافق عامة وخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال لسوق الأوراق المالية المكونة للجنة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير حسب حالة السوق.

وتتميز أسهم ل 30 شركة ب: ارتفاع قيمتها السوقية/ أكثر انتشارا ومعرفة/ ضخامة عدد المساهمين.

2-2-2- مؤشر ستاندار-أند بورز (S & P500) : بدأ العمل به سنة 1923، عندما بدأت شركة ستاندار- أندبورز بنشر أسعار بورصة نيويورك، ويعتمد على 233 سهما، ويستخدم لقياس الاداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات، ويحتوي على أوراق 500 شركة ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك وتأمين وتمثل هذه الشركات حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك ويعمل هذا المؤشر في حساباته على اساس الاوزان المرجحة.

2-2-3- مؤشر نكاي Nikkei Index: وهو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو ويحتوي على أوراق مالية 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى في سوق طوكيو، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى تطور التغيرات المحققة في حجم الأوراق المالية ومقياس هام للعوائد ومساعد للمستثمرين على قرارات تكوين محافظ أوراقهم الاستثمارية.

2-2-4- مؤشر كاك cac-40: ويتم حسابه على اساس عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيمة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير الحاصل في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة 1987 وبقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة ب 1000 نقطة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31/12/....

2-2-5- المؤشر فينشال تايمز -"FT-SE100" financial times stock of exchange : يعتبر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footsi) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القيادية والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة في بورصة لندن.

2-1-1- مؤشر MSCI للأسواق الناشئة: يندرج تحت مصطلح MSCI العديد من الأشياء - أحدها هو مؤشر MSCI للأسواق الناشئة الشهير في عالم الاستثمار، في حين أن الاختصار "MSCI" هو تسمية الشركة المعروفة أيضاً باسم - Morgan Stanley Capital International - وهي شركة استثمارية توفر أدوات وتحليلات استثمارية متنوعة مثل مؤشرات الأسهم، وتحليلات المخاطر والأداء، وأدوات الحوكمة. وأكثر ما تشتهر به هو مؤشرات المعيارية مثل مؤشر MSCI للأسواق شبه الناشئة و مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة، بالإضافة إلى مؤشر MSCI للأسواق الناشئة، وجميع مؤشرات هي مؤشرات مرجحة استناداً للقيمة السوقية، مما يعني أن الأسهم المدرجة يتم ترجيحها وفقاً لقيمتها السوقية.

وهو مؤشر يعمل على قياس أداء أسواق الأوراق الناشئة على مستوى العالم، ويغطي 1,393 سهماً موزعة على 11 قطاع ضمن 27 دولة، يصل حجم الأصول إلى 8 تريليون دولار أكبر الدول وزناً في المؤشر هم الصين (30%) كوريا الجنوبية (15.3%) تايوان (11.6%). (بيانات فبراير 2021).¹

3- مؤشرات سوق رأس المال الإسلامية

قرر مجمع الفقه الاسلامي بجدة بالمملكة العربية السعودية بقرار رقم 7/1/65 بحزمة التعامل بالمؤشرات بإعتبارها ادوات مالية يمكن التداول بها بيعاً وشراءً بالنص التالي((لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده)).

لقد أبدعت الهندسة المالية الإسلامية بإنشاء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وفق أسس ومبادئ الاقتصاد والمالية الإسلامية، من أجل إيجاد ادوات مالية متطورة لمنافسة لنظيرتها التقليدية، وتوفيراً لمنتوج جديد للمستثمرين الراغبين في التعامل بمثل هذه الأدوات وكان المبدأ الذي بنيت عليه يشبه للأسهم الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية في جميع الاسواق الإسلامية.

¹ - المتصفح عليه من الموقع الالكتروني ليوم 2019/11/10 <https://www.getbaraka.com/ar/what-is-msci>

وتتميز اصدار مؤشرات سوق الاسهم الاسلامية بنوعين رئيسيين هما: مؤشرات داو جونز الإسلامية، ومؤشرات تايمز الإسلامية وستتناولها على النحو التالي:

3-1-1- اصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية:

3-1-1- مؤشرات داو جونز الإسلامية-Dow Jones Islamic Index: تم ظهور مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في سنة 1999 بالنامة بمملكة البحرين، متكونا من 600 شركة عالمية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتستعمله حوالي 28 ألف شركة على المستوى العالمي¹.

يشرف على مؤشرات داو جونز الإسلامية المتعلقة بإنضباط الشركات وإختيارها في المشاركة فيه، مجلس إستشاري شرعي، يتكون من ستة أعضاء من علماء شريعة واقتصاد ذوي خبرة ودراية بأعمال هيئات الرقابة الشرعية مع عدد كبير من الشركات والمؤسسات والهيئات المالية الإسلامية² من دول عديدة نذكر منها: باكستان، ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية، سوريا، البحرين، المملكة العربية السعودية.

تضم السلسلة ما يزيد عن 100 مؤشر، مما يعطيها أكثر شمولية لمقاييس سوق رأس المال الإسلامي، إذ نجدها تشمل مؤشرات اقليمية وقطرية وصناعية تدرج كلها ضمن مؤشر داو جونز الإسلامي الأمريكي والياباني والانجليزي، والاوروبي، والكندي، والآسيوي، والماليزي، وهكذا.....، كما تعد مؤشرات حسب الأنشطة الاقتصادية، كما توجد من جهة أخرى مؤشرات داو جونز الإسلامية للتكنولوجيا، والاتصالات، والصناعة، والنفط والغاز، والخدمات المالية المتنوعة³.

3-1-2- مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية-Ftse Global Islamic Indexes: في يوم 13 جويلية سنة 2000 صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية المؤشر الإسلامي العالمي "فاينانشيال تايمز الإسلامي" لتتوافق شركاتها القائدة أنشطتها مع احكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتضم خمسة مؤشرات من فاينانشيال تايمز الإسلامية وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم، والمؤشر الإسلامي لأمريكا، والمؤشر الإسلامي لأوروبا، والمؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك، والمؤشر الإسلامي لجنوب افريقيا، وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للإشراف التشريعي يتكون من اربعة من علماء الشريعة الإسلامية⁴.

4-العوامل المساعدة على ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية:

هناك مجموعة من العوامل التي ساعدت على ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية نوجزها في الآتي⁵:

1- ظهور ظاهرة المسؤولية الاجتماعية للإستثمار، إذ ظهر عدد كبير من صناديق الإستثمار التي تتجنب بعض الفئات من الأسهم ، كأسهم شركات التبغ والأسلحة، والطاقة النووية، والنشاطات التي تلوث البيئة، كما نجد ان عدداً كبيراً من ذوي الديانة المسيحية يرفضون وضع اموالهم في صناديق استثمارية تستثمر اموالهم تبعا للمسؤولية الاجتماعية اذا كانت تتعامل بأسهم شركة "والت ديزني" التي تباع خدمات لا تتوافق مع التقاليد العائلية، غير ان عدداً كبيراً من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تتناسب ورغبة المسيحيين واصحاب بعض العقائد الأخرى، خاصة الإستثمار فيما يعرف بالخطيئة؛

2- تزايد اهتمام المستثمرين بعملية ربط أصولهم بالمؤشرات عوضا من الاعتماد بصورة كلية على استراتيجيات الادارة النشطة لأموالهم؛

¹ - عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية -وامدادها بالأدوات المالية الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، "أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15 الى 17، 2006، ص:3.

² - زيد عيادات، "التجربة المالية. نموذج للصيرفة الإسلامية"، تم الاطلاع عليها على الموقع الإلكتروني يوم 2020/01/18: www.austriaday

³ - مسعودة نصبة وناصر محدة، "إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبدل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية، حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة العلوم الإنسانية - جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 48، سبتمبر 2017، ص:102.

⁴ - بلول مختار محمد، "كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات" المكتب المصري الحديث، القاهرة، مصر، 1992، ص: 111 .

⁵ - مسعودة نصبة وآخرون، نفس المرجع، ص: 102-103.

٣-ازدياد التعداد السكاني للمسلمين في العالم اذ تجاوز 102 بليون مسلم في العالم، ومنه تزايد الطلب على الخدمات المالية الاسلامية، مع مساهمة المواقع الالكترونية في اظهار حجم الطلب الكلي، مما ادى الى انتشار فكر التمويل الاسلامي بقوة، مما دفع بالمؤسسات المالية الاسلامية الى ابتكار وتطوير المنتجات المالية الاسلامية لتلبية رغبات المتعاملين لتحقيق ارباح مجزية؛

٤- تواجد عدد كبير من المستثمرين المسلمين في الدول الغربية من ذوي الدخل المتوسط اذ يمثلون القطاعات الأسرع نمواً لصناعة الخدمات المالية الاسلامية؛

٥- ظهور وتوسع انتشار المصارف الاسلامية وصناديق الاستثمار الاسلامية والمؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الاسلامي؛

٦- تزايد البحث والدراسة وعقد الملتقيات والندوات والمؤتمرات العلمية المهمة بالتمويل والاستثمار الاسلامي في كل البلاد العربية والاسلامية وحتى غير الاسلامية، اعطى دفعا قوياً في التطوير والابداع للأدوات المالية الاسلامية؛

5-أهمية مؤشرات سوق الاسهم الاسلامية، والمؤشرات الاسلامية

تعتبر مؤشرات سوق الأسهم، والمؤشرات الاسلامية ذات أهمية كبرى للأسواق المالية الاسلامية، ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي¹:

١-يقدم خدمات أخرى في أسواق رأس المال الاسلامية، فمثلا تعرض مديرو الصناديق الاستثمارية الاسلامية الى مشكلة تقييمها فيستعملون معيار قياس مشتقة من مؤشرات داو جونز و world index لقياس الأداء الداخلي الخاص بالصناديق، وعليه يتسبب هذا في عدم القدرة نمط موحد خاص بهم، فجاء استخدام المؤشر المالي الاسلامي ليخدم المصالح المالية للصناديق الاستثمارية الاسلامية المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية؛

٢- ازداد عدد الصناديق الاستثمارية بمؤشر داو جونز الاسلامي ليصل الى 100 صندوق، تصل قيمتها الاجمالية الى 40 مليار دولار، كما يعمل المؤشر على جذب جزء كبير من الأموال العربية المستثمرة في الخارج على شكل صناديق استثمارية، او عن طريق المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر الاسلامي؛

٣-يعطي المؤشر خاصية مميزة لنظام الاستثمار المالي عبر مواقع الأنترنت، اذ يعطي الحلول المثلى للمؤسسات المالية والمصارف الاسلامية، ويقوي ميزتها التنافسية، اذ يعطي المؤشر القدرة على تحريك الاستثمارات والاستجابة السريعة والدائمة للطلبات المتزايدة للعملاء من تنوع خياراتهم، وتمكينهم من الولوج الى الأسواق المالية العالمية (كمؤشر نازداك دبي العالمي) عن طريق استخدام احدث التطبيقات التكنولوجية؛

٤- يعطي المؤشر الاسلامي القدرة على تشكيل محفظة مالية متنوعة تتمتع بالسيولة العالية وقادرة على الصمود امام مخاطر الركود، كمل لها القدرة على التحوط ضد مخاطر التضخم، كما تتيح للمستثمرين فرصة الحصول على عوائد مجزية في السوق المالي؛

6-آلية عملية بناء مؤشرات سوق الأسهم الاسلامية

تتم عملية اختيار مكونات مؤشرات سوق الاسهم الاسلامية على مرحلتين²:

المرحلة الأولى: يتم استبعاد اسهم الصناعات الغير متوافقة مع احكام الشريعة الاسمية؛

المرحلة الثانية: يتم تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها حسب مقتضيات احكام الشريعة الاسلامية التي اختارها في المرحلة الأولى، وهي ثلاثة نسب وتحدد لها حدود قصوى لا تتعداها الشركة لكي تقبل في المؤشر الاسلامي وتبقى مثلة فيه كالتالي:

أ-نسبة الديون قصيرة وطويلة الآجال الى مجموع أصول الشركة يجب ان تكون أقل من 33%؛

ب-نسبة الديون قيد التحصيل يجب ان تكون أقل من 49%؛

¹ - مسعودة نصبة وآخرون، نفس المرجع، ص: 103-104.

² - مسعودة نصبة وآخرون، نفس المرجع، ص: 104-105.

ج- نسبة دخل الفائدة الى الدخل التشغيلي العام يجب ان يكون أقل من 10%؛

- كما يشترط بعدم جواز التعامل بأسهم الشركات المتعاملة بالريا وحتى وإن كانت أسست بنشاط حلال؛

ملاحظة: ان عملية تحريم الريا وتحليله بنسب معينة يعد من الإجهادات المعاصرة للعديد من العلماء حسب مذاهبهم المختلفة، غير ان ما اراه والله اعلم ان الريا مهما صغر فيعد من المخالفات الشرعية الواضحة والمعلومة ويجب الإلتزام بها وعدم خلق الذرائع الا لضرورات مرحلية تتمثل في مراحل احلال ديون الشركة للخروج من التعاملات الربوية.

7- مفهوم وأنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي بماليزيا

7-1- تحديد مفهومه: يعرف المؤشر الشرعي لسوق رأس المال الاسلامي بماليزيا على أنه، مؤشر يعمل على معرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية المدرجة بسوق رأس المال الاسلامي بماليزيا، ويتم قياس أدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار أسهم هذه الشركة، فمثلا عندما يصعد مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة الى 120 نقطة، فيترجم هذا على أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق قد ارتفعت بـ 5 نقاط، والنقطة الاستدلالية تعبر على مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو نزولاً¹؛

7-2- أنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال بماليزيا: يتواجد في سوق رأس المال الماليزي نوعان من المؤشرات الشرعية هما²:

7-2-1- المؤشر الاسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة-داو جونز

Dow Jones Hussain Berhad Islamic Malaysia Index-Rashid

بدأ العمل به من قبل شركة رشيد حسين المحدودة سنة 1992، وهو أحد البنوك المشهورة بماليزيا حالياً، وبصورة رسمية طرح في 10 ماي 1996، ويعرف بالمؤشر الشرعي لشركة رشيد حسين المحدودة، وابتداءً من شهر جانفي 1998، اصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الاوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة، ويعبر هذا المؤشر على بيئة اسلامية في مختلف أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية، والمرخص لها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، كما يعتمد المؤشر على نسب تبيع دخول عنصر الريا في حدود 10% من أموال التشغيل كما تم التفصيل في ذلك اعلاه.

7-2-2- المؤشر الشرعي كوالالمبور-Sahriah Index KLSI-Kuala lumpur: بتاريخ 17 أفريل 1999 تم طرح المؤشر الشرعي كوالالمبور³، وعندئذ عرف "بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور" للأوراق المالية وجاء لتلبية طلب المستثمرين المحليين والاجانب الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية، والمدرجة بسوق رأس المال الماليزي، ويعبر هذا المؤشر على الوضع العام لسوق رأس المال الاسلامي الماليزي، كما يفيد المستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم في وضع خطط لإستثماراتهم المستقبلية، ولهذا تلتزم الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور بالمنتجات الحلال في أنشطتها، كما لا يتعامل المؤشر مع البنوك الربوية⁴.

¹ - سحاسو رباني صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2006-2007، ص-ص: 41-42.

² - نفس المرجع، ص: 42.

³ - The malaysian islamic Capital market, quick facts and glossary, (kuala lumpur: securities commission), 2004, p16.

⁴ - مسعودة نصبه وناصر محدة، "إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية، حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مرجع سابق، ص: 111.

المبحث الثالث: السوق المالية الاسلامية مكوناتها ومتطلبات إنشائها

تمهيد:

تعتبر الاسواق المالية الاسلامية كيانات قائمة بذاتها لها وظائف وأنشطة وأهداف، وللقيام بمهامها بصورة منتظمة وفعالة تتطابق مع المعايير الدولية لعمل الاسواق المالية، لابد من توفر العديد من المؤسسات الهيكلية للبنى التحتية الداعمة لذلك، مثل الشركات المساهمة الاسلامية، والجهاز المصرفي الاسلامي بنظامه المالي المتوافق مع قواعد وأحكام الشريعة الاسلامية، وهي تساهم بشكل فعال في إنشاء وتدعيم وتطوير السوق المالية الاسلامية.

وللتوسع والتحليل في الموضوع، نعمل على دراسته عبر المطلبين التاليين:

المطلب الاول: تركيبة السوق المالية الاسلامية

المطلب الثاني: الشركات التي تقدم خدمات مالية في مجال الاوراق المالية الاسلامية

المطلب الثالث: متطلبات انشاء وتدعيم وتطوير السوق المالية الاسلامية

المطلب الاول: تركيبة السوق المالية الاسلامية

تمهيد:

للمعمل على إقامة سوق مالية اسلامية تعمل بصورة فعالة وقادرة على منافسة نظيرتها التقليدية يجب ان تتوفر عدة متطلبات تعتبر ركائز اساسية وهامة لا يمكن القيام بعملها الا بها ونذكر هنا الآتي:

1-الجهاز المصرفي الاسلامي

يعد الجهاز المصرفي بصورة عامة والاسلامي خاصة ، من اهم المؤسسات المنظمة والداعمة للأسواق المالية ومنها الاسلامية، اذ تعتبر لها وظائف وتقنيات ساهمت في إنشاء النواة الأولى لسوق الاوراق المالية، ومن أهم مكوناته المؤسسات الرئيسية الآتية:

1-1-المصرف المركزي الاسلامي: يتقاطع المصرف المركزي الاسلامي في فنياته وطرق عمله مع البنك المركزي التقليدي، الا ان الاختلاف الجوهرى بينهما يكمن في ان التقليدي ينطلق من فلسفة المرحلة المالية التي وصلت اليه الرأسمالية والمتمثلة في عملية توزيع الأموال بمعدلات فائدة ثابتة وخلال فترات زمنية معينة، بمعنى آخر المال يخلق لصاحبه مالا آخر بدون تقديم استثمارات حقيقية تعود بالمنفعة العامة لكل الأطراف ذات الصلة، اما المالية الاسلامية فتنتقل من جوهر فلسفة تشغيل الأموال وتحمل مخاطره، اي الكل يساهم بجزء من العملية التشغيلية للأموال كل حسب وضعيته(مضارب او مشارك...).

تتقدم البنوك المركزية عادة سلم هرم النظام المالي، نظرا لمهامه القيادية في تنظيم وتسيير السياسات المالية والنقدية للنظام المالي، ويعرف المصرف المركزي الاسلامي بـ((مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للإقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي))¹.

ولتأدية البنك المركزي الاسلامي، مهامه بصورة فعالة، يجب ان تتوفر فيه جملة من الخصائص والمميزات نوجزها في الآتي:

1- يعتبر البنك المركزي الاسلامي مؤسسة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الاسلامي للدولة، وتطبيقاً لمبدأ وحدة القيادة، فلا توجد اي مؤسسة تقوم بوظائفه ومهامه؛

2- تعد مؤسسة عامة تابعة للدولة، له ميزة حق إصدار النقود القانونية، ويؤكد الفقهاء بالإجماع على وجوب احتكار الدولة لهذه الوظيفة لما لها من اهمية اضعاف قوة البراء القانوني للنقود، مع التخطيط والاشراف على السياسات النقدية المتبعة وفقاً لما تهدف اليه السياسات الاقتصادية للدولة؛

3- يخطط ويشرف المصرف المركزي الاسلامي على النظام النقدي والمصرفي للدولة، له مهمة متابعة اعمال المصارف الاسلامية ويراقب علاقاتها مع كل المؤسسات المالية الاسلامية الأخرى، وله صلاحيات مراقبة عمليات السوق النقدية وادخال التعديلات الضرورية عليها؛

4- يبتعد عن القيام بجميع الأعمال والأنشطة العادية للمصارف، غير انه يركز على النشاط الكلي والمتمثل في مهام الاصدار النقدي للنقود والائتمان، اي انه يعتبر مؤسسة غير ربحية لها هدف تحقيق المصلحة الاقتصادية العامة للدولة؛

5- يتمتع بالاستقلالية التامة، بهدف اعطائه الحياد الازم للمحافظة على التوازن الاقتصادي للدولة، كما يلعب دوراً رئيسياً في خلق البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق مستويات عالية من النمو الاقتصادي، بواسطة قدرتها على تتبع الوضع النقدي في الاقتصاد².

1-2- المصارف الاسلامية: يمكن ان نعطي تعريفاً للمصارف الاسلامية ((مؤسسات مالية ومصرفية لا تتعامل بالفوائد أخذاً او عطاءً، وتلتزم في كل نواحي نشاطها ومعاملاتها المختلفة بأحكام وقواعد الشريعة))³.

¹ - محمد عمر شبرا، "نحو نظام نقدي عادل"، المعهد العالي للفكر الاسلامي، القاهرة، مصر، 1992، ص:196.

² - نضال الشعار، "سوق الاوراق المالية وادواتها"، الجندي للطباعة والنشر، دمشق، سوريا، الطبعة الثالثة، 2006، ص:23.

³ - فليح حسن خليف، "البنوك الاسلامية"، عالم الكتب الحديث، عمان، الاردن، 2006، ص:92.

ويقوم مبدأ المصارف الإسلامية على تقديم مختلف خدماتها المصرفية والاستثمارية على المشاركة في الربح والخسارة بمعنى ((الغنم بالغرم)) مع عملائها، أي اخراج المتعامل مع المصرف الإسلامي من دائرة المديونية إلى دائرة المشاركة.

وعلى هذا الأساس أصبح للمصارف الإسلامية دوراً رئيسياً في عملية إنشاء والمساعدة على تطوير الأسواق المالية الإسلامية وهذا من خلال جملة المهام والأنشطة التي تقوم بها، ويمكن إيجازها في الآتي:

01- تؤدي المصارف الإسلامية جملة من المهام الضرورية لتشغيل أموالها بطريقة فعالة وكفؤة متمثلة في البحث والتعرف وأخذ كل المعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ، والتحقق من جدواها الاقتصادية، وبعدها تعمل على إعلام المستثمرين بها ومحاولة جذبهم بكل الوسائل المعاصرة من ترويج واشهار ، والعمل على مباشرة إنشاء المشاريع الاستثمارية وإدارتها بطريقة تحافظ على مصداقيتها، بهدف الدخول إلى السوق المالية الإسلامية من أجل التوسع وزيادة حجمها عن طريق الإصدارات الجديدة الخاصة والعامة؛

02- تعمل على تقديم الخدمات الضرورية من استشارات مالية وقانونية للشركات التي ستقدم على إصدار أوراق مالية إسلامية؛

03- تقوم بإجراءات الاكتتاب للأوراق المالية الإسلامية الخاصة بالمصرف الإسلامي، أو بإعتبارها وكيلا عن الجهة المصدرة لها الأوراق المالية الإسلامية؛

04- تعمل كوسيط مالي في الأسواق المالية الإسلامية، وذلك عن تقديمها لمختلف الخدمات الأساسية لتسهيل عملية تداول الأوراق المالية الإسلامية ما بين البائعين لها من جهة والمشتريين من جهة أخرى؛

05- تقوم بعملية حفظ الأوراق المالية الإسلامية، كما تعمل على إداعها، ورهنها، للتمكن من الاستفادة من مختلف القروض المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما يمكن أن تتوكل على عملائها لتحصيل أرباح الأوراق المالية الإسلامية، كما تقوم بدفع الأرباح المقررة عن تلك الأوراق نيابة عن الشركات المصدرة لها¹؛

06- تعمل على تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية لها أو لعملائها، وتشكل من أوراق يتوافق إصدارها وتداولها مع مبادئ واحكام الشريعة الإسلامية، كما يجب أن تكون متنوعة من حيث نوعية الأوراق المالية الإسلامية وكذلك جهة الإصدار، ولها مستويات مختلفة من حيث قيم عوائدها وسيولتها وتواريخ استحقاقها وسهولة تسويقها... الخ²؛

07- تقوم بإدارة وتسيير الصناديق الاستثمارية الإسلامية، التي تكتسي أهمية كبيرة داخل الأسواق المالية الإسلامية عن طريق جذب الاستثمارات الوطنية بالأسواق المالية، كما تشجع وتمكن صغار المدخرين من القدرة على استثمار أموالهم في الأوراق المالية الإسلامية بكفاءة عالية³؛

08- تعمل على تصفية جميع صفقات الأسهم المتداولة والصكوك الإسلامية، عن طريق تصفية المركز المالي لطرفي العملية (البائع والمشتري)، وللقيام بهذه المهام يطلب من المصارف الإسلامية من الاندماج في التطبيقات الإلكترونية الحديثة والمتطورة لمواكبة المنافسة القوية للبنوك التقليدية؛

2- شركات الاستثمار الإسلامية وشركات المساهمة العامة

تعد شركات الاستثمار الإسلامي وشركات المساهمة العامة أحد أهم وأساس تركيبة الأسواق المالية الإسلامية، وتعد من الأسباب الرئيسية في وجودها وبقائها، ونشرح ذلك بنوع من التدرج في تعريف هتين الشركتين وبعدها المهام والأدوار التي تقوم بها داخل السوق:

2-1- شركات الاستثمار الإسلامية: لشركات الاستثمار الإسلامي التعريف الآتي: ((شركات الاستثمار Investment-Companies هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم بإستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق

¹ - علاء الدين زعتري، "الخدمات الإسلامية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، بيروت، لبنان، 2002، ص: 529.

² - عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 152.

³ - سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص: 448.

المالية التي تناسب كل فئة. ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله..... وليس من حق المستثمر ان يدعي ملكية اوراق مالية معينة داخل التشكيلة، فحقه يتمثل فقط في حصة التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم او شهادات دالة على ذلك. وشركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن شركات التمويل-**Finance Companies**- التي هي نوع من المؤسسات المالية.¹، وتعد صناديق الاستثمار الاسلامية إحدى الأدوات المالية الاسلامية المكونة لشركات الاستثمار الاسلامية.

تعد الشركات الاستثمارية الاسلامية احدى المؤسسات المالية المستقلة، تعمل على ادارة الإستثمارات المالية للمتعاملين وفق قوانين محددة وشروط تعاقدية مع المستثمرين متفق عليها، او ادارة الاستثمارات لصالحها، وقدم هذا النوع من الشركات خدماته المتنوعة على عدة انواع نذكر اهمها:

- 1- تدير خدماتها الاستثمارية في الصناديق الاسلامية المختلطة (محافظ استثمارية يملكها عدد كبير من المستثمرين)؛
- 2- تدير الحسابات المنفصلة او الخاصة من قبل ادارة ذات خبرة واحترافية عالية، التي هي عبارة عن محافظ استثمارية يملكها مستثمر واحد.²

ولأسهم الصناديق وشركات الاستثمار الاسلامي مجموعة من المزايا نذكر منها:

- أ- استفادة الادارة من خبرة المسيرين واحترافيتهم؛
 - ب- التنوع الكفؤ لتشكيلة الصندوق الاستثماري الاسلامي؛
 - ت- مرونة وسهولة ادارة المحافظ الاستثمارية الاسلامية؛
 - ث- تعمل على تنشيط وتوسيع سوق رأس المال الاسلامي؛
- 2-2- **شركات المساهمة العامة:** تعرف شركات المساهمة العامة على أنها: ((الشركة التي يقسم رأسمالها الى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولاً إلاً بقدر حصته في رأس المال، ولا تُعْتَوَّنُ بإسم أحد الشركاء))³.
- ومن اهم القيود التي يجب على هذه الشركات احترامها هو تقيدها بأحكام الشريعة الاسلامية عند اصدارها للأوراق المالية وقابلة للتداول في السوق المالية الاسلامية، والخلو التام من اي محظورات شرعية واضحة مثل (الغش، والغرر، والرباء.....).
- تعتبر الشركات المساهمة العامة مهما كان القطاع الذي تنشط فيه سواء كان صناعياً او زراعياً او تجارياً او خدماتياً، كان تابعاً للقطاع الخاص او العام وخاصة الأسهم والصكوك الاسلامية التي تصدرها، تعد الأدوات المالية الأساسية لنشاط السوق المالية الاسلامية، والتي تلجأ اليها الشركات المساهمة عن طريق اصدار اوراق مالية اسلامية بغرض الحصول رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريع استثمارية جديدة او توسيع وتجديد المشاريع القائمة وهي في حالة نشاط، اضافة الى امكانية توظيف فوائضها المالية في استثمارات تحقق لعا ارباح قد تزيد عن الارباح المحققة عند النشاط العادي، مثل المضاربة في بيع وشراء الاوراق المالية الاسلامية المتداولة في السوق.⁴

3- صناع السوق للأوراق المالية الاسلامية وشركات السمسرة:

يعمل صناع السوق وشركات السمسرة لسوق الأوراق المالية على خلق توازن عام لأسعار الأدوات المالية المتداولة تعمل على خلق الاستقرار داخل السوق واستمرارية عمله وذلك من خلال المهام الموكلة لكيهما على النحو التالي:

3-1- **صُنَاعُ السُّوقِ لِلْأَوْرَاقِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ:** يمثل صُنَاعُ السُّوقِ المؤسسات والشركات المالية ذات الكفاءة العالية والقوة المالية،

¹ - منير ابراهيم هندي، "ادوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الاوراق المالية وصناديق الاستثمار" المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2003، ص: 95.

² - دريد كمال آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاقتصادي"، اليازوري، الاردن، 2009، ص: 154.

³ - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور اسلامي"، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2004، ص: 51.

⁴ - Alain Broderie, "Les places financiers internationales", Banque éditeur, Paris, 2001, p: 46

وهي دائماً في حالة حضور دائم لشراء او بيع للأوراق المالية لحسابها الخاص، رغم المخاطر المالية المحتمل وقوعها داخل التداولات اليومية للسوق المالية.

ولصناع السوق المالية دور رئيسي في عملية استقرار السوق، حيث يعملون على شراء اسهم معينة عندما تنخفض اسعارها دون تحقيقها للقيمة السوقية العادلة، وبيع الأسهم عندما ترتفع الى أعلى من قيمتها السوقية العادلة¹.

كما لا يسعى صناع السوق لتحقيق الأرباح، رغم ان شركات السمسرة تمتلك اسهما في عدد كبير من الشركات المدرجة في السوق المالية، فتقوم بصناعة السوق عن طريق شراء لعدد كَبُر أو قَل من اسهم الشركات حسب ما تحتاجه تداولات الاسهم اليومية داخل السوق حتى تحافظ على توازنها، وهي دائماً في حالة استعداد دائم للقيام بمثل هذه العمليات.

وعليه يعتبر وجود صناع السوق ذو أهمية كبيرة اذ بهم تحافظ السوق الثانوية على حالة التوازن بين قوى العرض والطلب، عن طريق دخول صناع السوق كطرف مشتري في حالة ازدياد عروض البيع، وكطرف بائع عند زيادة الاقبال على الشراء ، وهكذا يبقى صناع السوق في شراء وبيع للمحافظة على توازن السوق والحفاظ عليه من الانهيار.

3-2- شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بأدوار كبيرة وهامة، اذ تعد أعمال السمسرة من اقدم الخدمات المالية، حيث لا يستطيع المستثمرون عقد مختلف عمليات البيع والشراء الا بواسطة شركات السمسرة.

وتعتبر شركات السمسرة تعمل في مجال الوساطة المالية بين البائعين والمشتريين في السوق المالية الاسلامية، وهذ من خلال اجراءات تنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية والعديد من العقود الاخرى، تبعاً للأوامر الواردة لهم من العملاء المستثمرين وطبقاً لإجراءات قانونية وتنظيمية مقابل عمولة يتم الاتفاق عليها².

كما تقوم شركات السمسرة بعدة وظائف اخرى مكمله للأولى نلخصها في العناصر التالية:

-تقوم شركات السمسرة المالية بالدراسة والبحث والتحليل المالي للشركات الدرجة داخل السوق المالية؛

-تعطي للمتعاملين داخل السوق وخارجه المشورة الفنية حول كيفية الاستثمار؛

-تعمل شركات السمسرة لما لديها من خبرة واحترافية على تسيير محافظ الاوراق المالية الاسلامية؛

اما الناحية الشرعية لجواز عمل هذه الشركات (السمسرة)، لقد جاء في فتوى شرعية لمجمع الفقه الاسلامي تنص على: ((يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظم تداول بعض الأسهم، بأن لا يتم الا بواسطة سماسرة مخصوصين ومرخصين بذلك العمل، لأن هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة، يجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية، لأن هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة)).

¹ - رمضان الشراح، "صناع السوق، التجربة الكويتية"، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صناع السوق"، الكويت، 2006، ص:5.

² - حسين حسين شحاتة وعصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في اسواق الاوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الاسلامي، دار المشورة، ص:08.

المطلب الثاني: الشركات التي تقدم خدمات مالية في مجال الاوراق المالية الاسلامية

تمهيد:

تتوفر السوق المالية الاسلامية كغيرها من الاسواق المالية التقليدية ، عدد كبير من الشركات تقدم خدمات مالية في مجال الاوراق المالية واسواقها، شريطة الالتزام بقواعد وضوابط الشريعة الاسلامية، وهي تؤدي وظائف ومهام كبيرة بإخترافية وخبرة ادارية عالية ومن اهمها:

1- شركات خدمات الترويج وتغطية الاكتتاب لإصدارات الاوراق المالية: تعمل على الترويج وتغطية الاكتتاب لإصدارات الادوات المالية الاسلامية، وذلك بجذب المستثمرين بمختلف الطرق الدعائية المشروعة.

كما تقوم ايضاً بعملية تقييم الاصدارات الجديدة، والتقييم الفني للهيكل التمويلي للشركات، وادارة عمليات التسويق والاختيار المناسب لوكلاء البيع للمتعاملين في السوق المالية الاولى، والتي بدورها تعمل على خلق سوق التداول الثانوية عن طريق طرح الاوراق المالية للتداول.

2- شركات رأس المال المخاطر العالية: يتمثل نشاطها في المشاركة بمشروعات الشركات الجديدة ذات المخاطر العالية، او في شركات متعثرة لم تحقق العوائد المستهدفة، بسبب اختلال هيكلها التمويلية او عدم كفاءة الاستثمار او سوء التسيير والتنظيم، وهذا من أجل خلق فاعلية لتلك المشروعات وزيادة عوائدها الاستثمارية بشكل يتناسب مع مستوى المخاطر السوقية، زيادة على تقديم كل الخدمات الادارية والفنية للشركات ذات الاصدارات الجديدة للأدوات المالية الاسلامية.

3- شركات انشاء وتسيير محافظ الادوات المالية الاسلامية: يتمثل نشاط هذا النوع من الشركات في اعطاء الاستشارات التقنية لإيجاد وتكوين افضل المحافظ للأدوات المالية الاسلامية للمتعاملين أفراداً او شركات او مصارف او مؤسسات مالية، وادارتها وتبعية مراحل عملها وتطورها، فقد تقوم بعملية بيعها بهدف تحقيق الأرباح او إعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، او الاحتفاظ بها الى الوقت المناسب للتصرف فيها¹.

4- شركات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي: يعد هذا النوع من المؤسسات ذو المهام المتنوعة والاساسية التي يقوم بها داخل السوق المالية الاسلامية، متمثلة في انهاء وتصفية المعاملات المالية المنفذة، وكذلك تضمن عملية تسليم واستلام الاوراق المالية المتداولة والتي تم بيعها او شراؤها.

ونتيجة اتساع وكبر حجم التعاملات المالية داخل السوق المالية الاسلامية من جهة، وتعدد المؤسسات والادوات المالية المتداولة من جهة اخرى ، اصبح من ضرورات العمل الفني والتنظيمي للسوق المالية ان تستحدث مؤسسة متخصصة تقوم بإجراءات التسوية بواسطة المقاصة بين تلك المؤسسات، وينتهي الأمر بإلغاء الاسهم والاكتفاء بشهادة ملكية الأسهم تتم عملية تداولها زيادة وخصما عن طريق شركات المقاصة بإعتبارها الهيئة التي ستحتفظ بالأوراق المالية مركزياً².

كما تعمل هذه المؤسسات على خلق مناخ استثماري جيد للمستثمرين أساسه الاحساس بالأمان في تعاملاته المالية.

5- شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني:

نوضح اهمية هذا النوع من الشركات بالنسبة الى السوق المالية الاسلامية على النحو التالي:

5-1- شركات التأمين التكافلي على أموال الاستثمارات: يعرف التأمين التكافلي الاسلامي على أنه: تعاون بين مجموعة من الأفراد يُسمَوْنَ "هيئة المشتركين"، يتعرضون لجملة من الأخطار المحتملة يتحملها جميعهم، ويتقاسمون آثارها على اساس التبرع والإلتزام

¹ - حسين حسين شحاتة وعطية فياض، مرجع سابق،ص:12.

² - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق،ص:110.

بالشرع¹

اما شركات التأمين التكافلي فهي مُؤَسَّسة من طرف المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمارات محترمة قواعد وأحكام الشريعة الاسلامية، وتختص بأعمال التأمين التي تنص عليها وثائق التأمين لمصلحة المشتركين، واستثمار ما زاد عن أموالهم تقدر بنسبة من الربح او بأجر يتفق عليه².

يعتبر وجود شركات التأمين على الاستثمار بهدف حماية أموال المستثمرين من المخاطر السوقية في الأوراق المالية، لهذا يعد تعد شركات التأمين التكافلي تعمل على جذب الأفراد العاديين للإخراط في السوق المالية الإسلامية³.

5-2-وكالات التصنيف الائتماني: يعني التصنيف الائتماني: ((تقويم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها تجاه الآخرين وقوة ملاءتها المالية))⁴.

أما عن شركات التصنيف الائتماني فهي: ((هي شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة، وتقوم بإصدار تصنيف "مقياس حربي للجدارة الائتمانية" يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، واصداراتها من الاوراق المالية ومى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الإستحقاق))⁵.

لوكالات التصنيف الائتماني مهام ضرورية وهامة في الأسواق المالية المعاصرة، اذ تعمل على مساعدة المستثمرين على اتخاذ القرارات المناسبة لاستثماراتهم، وذلك من خلال التقديم الدوري للنشرات التحليلية، واعطاء المعلومات المالية الدقيقة عن الادوات المالية. وعليه بادرت مجموعة من المصارف والاسواق المالية الاسلامية ، بإنشاء الوكالة الدولية للتصنيف الاسلامي، للقيام بالمهام المنوطة بها.

¹ - علي محي الدين القرة داغي، "مفهوم التأمين التعاوني: ماهيته وضوابطه ومعوقاته، دراسة فقهية اقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة الى مؤتمر "التأمين التعاوني: أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الاسلامية منه"، عمان، الاردن، 2010، ص: 11

² -عجيل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الاسلامي"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2010، ص: 04.

³ - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 27.

⁴ - عبد الستار ابوغدة، "تصنيف المصارف الاسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2004، ص: 03.

⁵ - أماني بورسلي، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، منشورات شركة كابيتال ستوندارز، الكويت، ص: 01

المطلب الثالث: إنشاء الأسواق المالية الإسلامية

تمهيد:

إن الهدف الحقيقي من مشروع إنشاء سوق مالية إسلامية أو بورصة الأوراق المالية الإسلامية هو التزام هذه البورصة بالعمل وفق مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية وأسس النظام الاقتصادي الإسلامي، ولقد ظهرت أول مناداة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ عقدين من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك خلال انعقاد ندوة البركة الثانية في الجمهورية التونسية عام 1984، حيث تم اقتراح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجحة (وهذا بمعلومية الربح في هذه الصيغ الإسلامية) وتبنوا فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي، تتخصص في تمويل عمليات المراجحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا، على أساس تقديرات محسوب وفقا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة بعدالة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني آنذاك للفكرة بإصدار القرار رقم 18 لسنة 1986 الذي يسمح بعملية تأسيس شركة مساهمة إسلامية، لتعتبر مملكة البحرين لها فضل السبق في هذه العملية، ثم تبعتها مناشدات عديدة بعدها مطالبة بضرورة الاسراع في إنشاء سوق مالية إسلامية لتكون بديلا عن السوق المالية التقليدية، كونها بتنظيمها وهيكلها الذي تعمل به ولا تراعى فيه احكام الشريعة الاسلامية الحالي لا تخدم النظم المالية الاسلامية للمصارف او الاسواق.

ولقد عقد مجمع الفقه الإسلامي التابع للمؤتمر الاسلامي العالمي عدة ندوات ومؤتمرات للبحث في الطرق والاساليب المتكيفة مع احكام الشريعة للأسواق المالية الدولية، ونتج عنها إقامة سوق مالية إسلامية .

1- مقومات إنشاء سوق مالية إسلامية

ان العالم الإسلامي يمتلك العديد من المؤهلات التي تمكنه من لإنشاء سوق مالية إسلامية، باستعمال أدوات مالية متنوعة من أسهم وصكوك، وصناديق استثمارية، وبعض عقود المستقبلات والخيارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، ونذكر منها:

1- تعد السوق المالية الإسلامية ، مجالا متاحا للفرد المسلم او الشركات التي تتعامل وفق متطلبات احكام الشريعة الاسلامية، من أجل القدرة على الاستثمار بتنوع محفظته للأوراق المالية والتحوط من العديد من المخاطر السوقية، بهدف التقليل من المخاطر وتكاليفها وزيادة العوائد في الأرباح؛

2- تعتبر عملية تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة الحقيقية والمحقة للثروة وزيادتها، تؤدي الى رفع معدلات التنمية الاقتصادية، وزيادة دخل الأفراد وثروة المجتمع ورفاهيته؛

3- إن القدرة على إقامة سوق مالية إسلامية يعمل على تطوير العمل المصرفي الإسلامي، وإعطائه المناخ الملائم الشرعي والفني والمهني لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، لما له من أثر إلى رفع مستوى العدالة والكفاءة والخبرة، التي تؤدي بدورها الى زيادة نموها وتطورها وكبر حجمها؛

4- تشجيع الأفراد على استثمار مدخراتهم في قنوات استثمارية توفر لهم الاطار الشرعي الاسلامي الحلال، يعمل على تداول الادوات المالية الاسلامية بسهولة مع القدرة على توفير السيولة العالية للتداول؛

5- جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والدولية وإعادة تدويرها الى البلدان الاسلامية؛

6- تتوفر البلاد الاسلامية وخاصة الخليجية على رؤوس اموال ضخمة ناتجة من الفائض البترولية، تعمل توفير قدرة عالية من السيولة التي تتطلبها الاسواق المالية الاسلامية؛

2- إمكانيات إنشاء أسواق مالية إسلامية

هناك امكانية لإنشاء الاسواق المالية الاسلامية في البلاد العربية والاسلامية نظرا لما تتوفر عليه من شروط اقامتها نذكر منها:

1- توفر اموال كبيرة مدخرة تبحث عن الظروف الاستثمارية المناسبة والمتفقة مع ضوابط الشريعة الاسلامية؛

02- استطاع رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية تتوافق مع احكام الشريعة الاسلامية؛

03- تواجد المجمعات الفقهية والهيئات المرجعية الاسلامية والمؤسسات الصانعة للأدوات المالية الاسلامية التي تعمل على توجيه وتصويب كل المعاملات وفق أحكام الشريعة الاسلامية، وتعطي التشجيع وتعمل على إيجاد هذه الاسواق وتطويرها؛

3-متطلبات إنشاء سوق مالية اسلامية

لكي يمكن من إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته المذكورة آنفاً يتطلب الآتي:

01-إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية وإعادة تكييفها مع احكام الشريعة الاسلامية؛

02-محاولة استبدال الادوات المالية التقليدية بأخرى ذات صيغ متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية ؛

03- إيجاد ميثاق مشترك بين مختلف المتعاملين بالأدوات المالية الاسلامية، صادر عن هيئة مرجعية متفق عليها مع جميع المذاهب من أجل جمع صورة نمطية يتعامل بها كل العاملين في السوق المالية الاسلامية؛

04-تشجيع وتوسيع وتطوير المؤسسات المالية الاسلامية، كالمصارف ، وشركات الاستثمار ، وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين التكافلي ، من أجل تقوية ودعم سوق الاوراق المالية الاسلامية؛ إسلامية؛

4- مبادئ الإنشاء لقيام الأسواق المالية الإسلامية

لإنشاء سوق مالية اسلامية يجب توفر جملة من المبادئ نذكر منها،

01-المنافسة الشفافة والحرّة والعادلة بون تدليس او غش او احتكار للمعلومة التّة يمكنها ان تؤثر على تداولات السوق المالية؛

02-تحدد الأسعار السوقية وفق قوى العرض والطلب بون التأثير عليها بالمعلومات والتصريحات المغلوطة والكاذبة؛

03-عدم اعطاء الفرصة للمتعاملين الاحتكاريين للتعامل في السوق تجنباً للإحتكار والقيام بالأعمال الاستغلالية.

04-عدم السماح للمضاربين على الخروج من الاطار الترويجي العام للأسعار داخل السوق المالية ، تؤدي الى الحاق الضرر بالاستثمارات الحقيقة داخل الاقتصاد، ويصبح هدفا دائما للمتعاملين؛

05-تعتمد المعاملات المالية الاسلامية على الإلتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية، الخالية من الغرر والغبن والتدليس والغش والربا والظلم؛

06-تركز الاسواق المالية الاسلامية على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي ، الذي تتعدد فيه المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالية، فيقومون بشراء وبيع الأوراق المالية ليس بغرض الاستثمار وتحقيق الأرباح وانما هدفهم التأثير على الأسعار السوقية من أجل تحقيق أهدافهم ذات النزعة الإحتكارية المحرمة شرعاً؛

07-العمل على المساهمة الحقيقية في مجال التنمية الاقتصادية، المنتجة للقيمة المضافة في الاستثمار ذات الشكل الحقيقي، وتحقيق

الراء والرخاء لمختلف شرائح وأفراد المجتمع؛

5- الشروط الأساسية لإنشاء الأسواق المالية الإسلامية

يتطلب إنشاء سوق مالية اسلامية شروط أساسية يدور مبدأها وفلسفتها على الإلتزام بقواعد وأحكام وضوابط الشريعة الاسلامية ومنها:

01-تعتمد القوانين واللوائح التنظيمية المسيرة والمنظمة لجميع العمليات الاستثمارية للأدوات المالية الاسلامية على الشريعة الإسلامية، في اصداراتها وتداولاتها وعقودها؛

02-التقيد والإلتزام الكامل بحرية الدخول والخروج للمتعاملين من السوق المالية؛

03-التحري من كل المعاملات من الأهداف المحرمة شرعاً؛

04-خلق أجهزة ومجمعات فقهية وهيئات للصناعة المالية الاسمية تعمل على ضبط كل ما هو موجود في السوق من ادوات مالية مصدرة او متداولة او عقود او ابتكارات مالية حديثة ناتجة عن استعمال الهندية المالية الاسلامية ، من كل الشوائب والمنهيات

الشرعية؛

خلاصة الفصل الأول

لقد تم البحث في هذا الفصل وتحديد عدة مفاهيم للفائض في الاقتصاد الذي شكّل البذرة الأولى لخلق فكرة التبادل بين مكونات داخل المجتمع الواحد أو من خارجه، ومنه تطورت وأصبح لها نظم وقوانين تسييرها، وأصبحت لفوائض الأموال أسواق في البداية كانت متمثلة في معاملات البيع والشراء في مراحلها الأولى، وبعدها تعقدت العملية وأصبحت الصيرورة التاريخية تبدع في اخراج الفرد لنظمه والقوانين المنظمة والميسرة للتعاملات المالية، فظهرت النظم المصرفية في بداية الأمر ثم بعدها ظهرت مرحلة التمويل لخلق الإستثمارات الجديدة بواسطة الشركات والمؤسسات الكبرى وعجز الجهار المصرفي على خلق آليات تعمل على تحريك المدخرات وإعطائها الحرية والسرعة في دخول الاستثمار والخروج منه مع البحث عن الأرباح والعوائد المجزية بأقل المخاطر.

فظهرت عملية اصدار الأدوات المالية ومدى قدرة الاستثمارات الجديدة على جذب المدخرات وبيع اصداراتها، ثم تداول هذه الأدوات التي تصبح محل تتبع معلوماتها وبياناتها المحددة لإستمراريتها وتوسعها وزيادة ربحيتها.

ان الفلسفة التي تنطلق منها الرأسمالية هي: (المال يخلق المال)، بدون تحمل صاحب المال المدخر عواقب فشل الاستثمارات، ومنها توالى الأزمات المالية الكبرى في أهم وأكبر أسواقها لدورات متعددة.

فكانت المالية الاسلامية التي تنطلق من فلسفة دينية عقائدية لا تؤمن الا بالإستثمارات الحقيقية المبنية على الجهد الفكري والعقلي المقيد بالأخلاق والبعد عن كل الممارسات المبنية على المبدأ الرأسمالي (دعه يعمل دعه يمر)، ولكن دعه يعمل وفق ضوابط شرعية تعبدية تلتزم بأحكام من اوامر ونواهي، وترغب وترهب.

ولأجل هذا تطرقت الدراسة الى مكونات السوق المالية الاسلامية من تركيبة، الى نوعية الشركات التي تقدم خدمات مالية اسلامية تنضبط بأحكام الشريعة الاسلامية، كما تناولت الدراسة الى مقومات وإمكانات ومتطلبات إنشاء سوق مالية اسلامية تحتكم الى الشريعة الاسلامية.

كما تم محاكاة كثير من الفنيات والآليات التي تعمل بها الأسواق المالية التقليدية، كوجود سماسة السوق كوسطاء مؤهلين ذوي خبرة ودراية في الاستثمار في الأدوات المالية وخبيا السوق وآليات عملها، من أجل الحفاظ على مصالح الموكلين لهم في استثمار أموالهم.

كما أخذ مفهوم المؤشرات السوقية أهمية كبير بالنسبة للأسواق المالية الاسلامية، وبشروط وصيغ تتوافق وأحكام الشريعة الاسلامية، تم انشاء مؤشرات محلية او عالمية اسلامية يُعْتَدُّ بتقييماتها ودرجة تأثر الاسواق المالية الاسلامية بها.

في الأخير يجب أن نلاحظ ان المالية الاسمية والأسواق المالية الاسلامية، لقد استفادت في الجانب الآلي والفني لعمل الأسواق المالية التقليدية، مع أخذ كل مقومات أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، كضوابط الاصدار والتداول ونوعية نشاط الشركات واسهما وأهدافها، وتقييد المضاربة في الاطار الشرعي الحلال.

الفصل الثاني: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري والرقابة على السوق المالية الإسلامية

-تجربة سوق دبي المالي-

المبحث الأول: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري للسوق المالية الإسلامية

تمهيد:

لأي تنظيم هيكل إداري، يضمن سيره الحسن، وانضباطه والمحافظة على وجوده وترقيته إلى المستوى الأفضل، للحفاظ على أصحاب التنظيم وذوي العلاقة معهم.

ولأسواق المالية عامة والإسلامية خاصة هيكل إداري يعد بمثابة التنظيم التي تتشكل منها إدارة السوق المالية، من لجان مراقبة وأعضاء هيئة السوق، وسماسة ووسطاء، والتي تنظم عملهم وترتب العلاقة فيما بينهم وهذا وفقا للتنظيمات القانونية الداخلية واللوائح والقواعد التي تضمن الاستمرارية والسيولة الجيدة والانضباط والتحكم في مختلف العمليات الجارية داخل السوق المالية بكل سهولة وتيسير وأريحية لذوي المصلحة .

كما تعتبر الرقابة والحوكمة القانونية والشرعية للأسواق المالية الإسلامية من اهم الآليات التي تعمل على متابعة مدى تطبيق القوانين والتشريعات واللوائح للحد من مختلف التلاعبات والفساد والتزوير الذي يطال مختلف نشاطات السوق من بداية الاصدار الى نهاية التداول حفاظا على شهرة السوق، وصالح المتعاملين وزيادة نموه واستمرارته.

ونقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية:

المبحث الأول: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري للسوق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: متطلبات وشروط التعامل داخل السوق المالية الإسلامية

المبحث الثالث: المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية

المطلب الأول: التشريعات والقوانين المؤسسة للسوق المالية الإسلامية

تمهيد:

تنضبط الاسواق المالية التقليدية والإسلامية بمجموعة من التشريعات والقوانين المنظمة الى السوق المالية، من حيث الهيكل التنظيمي، والشروط التي يتطلب توفرها في اعضاء الادارة، والالتزام بالتنظيم الداخلي للسوق للحفاظ على المصداقية وحسن التسيير، كما تنظم القوانين شروط ادراج الشركات وتوفرها على جميع الخصائص والمميزات التي تتطلبها العملية لما لها من اهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين، اضافة الى الالتزام بالقوانين والتعليمات التي تنظم عملية الاصدار الأولي، والتداول الثانوي، من تسجيل وتداول، كما تنظم التشريعات القانونية اعمال السماسرة والوسطاء وصانعي السوق للحفاظ على مصداقية السوق اتجاه المستثمرين وعدم خلق فجوات للتلاعب بالأدوات المالية المتداولة في السوق المالية.

ولدراسة هذا كله سنتناول هذه النقاط تباعا على النحو التالي:

1-التشريعات والقوانين العامة:

قبل عملية إنشاء أي منظومة مؤسسية، يجب أن تبني مجموعة من التصورات، والمعارف والتقنيات والعلوم الخاصة بعملية البناء الأساسي الهيكلي ويتبعه مجموعة من القوانين التنظيمية لإنشائه، واللوائح الفنية والعملية التي تحكم جميع أنواع أنشطته ووضع التنظيم الإداري المناسب لإدارته من طريقة اختيار و تداول مختلف الأدوات المالية، ونوعية السماسرة والوسطاء وكل ذوي المصلحة في هذا السوق، ولإضفاء الشرعية على هذه القوانين تدعم مراسيم تشريعية وتطبيقية تمنحها قوة البراءة القانونية.

بالعودة إلى صدر الإسلام الأول نجد ان هذه القوانين والأسواق لم تكن موجودة بهذا الشكل والتنظيم والتطور وانما هي اسواق للبضائع تتم فيها عمليات البيع والشراء والاقتراض بصورة البسيطة وتحكمه مختلف الاوامر والنواهي للشرعية الإسلامية مدعمة باجتهادات الفقهاء ومحاولة إيجاد مختلف التفسيرات الفقهية والفتاوي الشرعية لإيجاد الحلول العملية التي تنظم المعاملات المالية آنذاك، وخاصة عندما توسعت الدولة الإسلامية وتوسعت معها التجارة والتبادلات المالية .

ان الاسواق المالية بمفهومها وشكلها الحديث لقد تطور عند الغربيين وانتقل الى الآسيويين في زمن الخطاط الامة الإسلامية. ان الاسواق المالية حديثة العهد، وعند تكييفها الشرعي نجدها من حيث الأصل هي جائزة شرعا (الأصل في المعاملات الاباحة) وتدخل ضمن إطار المصالح المرسله العامة التي لم يثبت أي نص شرعي على إلغائها أو عدم الأخذ بها، إلا أنه يشترط أن تحصل على مزيد من التدقيق حتى نأخذ منها ما يتوافق مع الشريعة ونستبعد ما يخالفها.

إن إقامة الأسواق المالية الإسلامية وفق هذه القوانين يدخل في تسيير الشؤون المالية الإسلامية المعروفة بنظام الحسبة، وهو نظام (الحسبة) يعمل على التحكم في الأسواق من مراقبة مختلف التعاملات، من احجام البيع والشراء وقيم الاسعار، ولها مجلس علمي فقهي للفصل في الخلافات المتنازع عليها داخل الأسواق المالية الإسلامية.

كما يجب أن تنص هذه القوانين على إنشاء هيئة للرقابة الشرعية تعمل على مدى موافقة الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية على أحكام الشريعة الإسلامية. (كتحريم السندات الربوية).

كما يجب أن تنص هذه القوانين على تحريم أي نشاط صناعي أو تجاري أو خدماتي محرم كبيع وشراء الخمر مثلا.

2-التشريعات والقوانين الخاصة:

إن قانون التأسيس للسوق المالية الإسلامية يجب أن تحدد نوعية النشاط التي تريد القيام بها الشركات الاستثمارية، او في مجال الأوراق المالية حيث يجب أن ينص صراحة على أن هذه الأدوات المالية الإسلامية متوافقة مع الاجتهادات الشرعية المعاصرة كالأسهم، وكذلك الصكوك الإسلامية المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية التي تعد كبديل شرعي عن السندات الربوية التقليدية.

3-التشريعات والقوانين للهيئات الإدارية:

تنظم وتسير إدارة السوق المالية الإسلامية، مجموعة من القوانين والتنظيمات والتقنيات الإدارية الحديثة، للإشراف على مختلف الأعمال والنشاطات، من أجل حسن سير أدائها، والحفاظ على النظام الداخلي والحيلولة دون وقوع أي تجاوزات تعيق عمليات التداول، وكذا حماية حقوق المستثمرين والسوق من أي خلل يعيق السير الحسن لنشاطاته.

4-اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية :

تكون لسوق الأوراق المالية على رأس الهرم الإداري لجنة عليا، ولجان فرعية تابعة لها لمساعدتها في مختلف العمليات المتعلقة بعمل السوق، وتعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة سوق الأوراق المالية، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من سوق مالية لأخرى¹.

تشكل لجنة السوق المالية من حيث العدد من 15 إلى 17 عضو وهذا حسب التنظيمات الداخلية للأسواق من بلد إلى آخر، ويتم انتخابهم لمدة سنة إلى سنتين ويتم توزيعهم كالتالي²:

-تسعة أعضاء من السماسرة.

-خمسة أعضاء المنظمين.

-ثلاثة أعضاء من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية، يتم تعيينهم من قبل الوزير المختص.

4-1-مهام اللجنة العليا:³

للجنة العليا عدة مهام نلخصها في الآتي:

1⁰-الإشراف على سير العمل في السوق المالية والعمليات الجارية فيها.

2⁰-تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للسوق المالية، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.

3⁰-الإشراف على الأسعار كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.

4⁰-قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

5⁰- للجنة العليا مكتب يتشكل من رئيس وأمين صندوق، تقوم بمباشرة مهام السكرتارية (الأمانة) وتنظيم لجان السوق المالية وتحديد

جدول الاجتماعات، ومهمة الإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة.

تصدر القرارات بأغلبية الأصوات، في حالة التساوي، ويتم الترجيح من الرئيس.

5-اللجان الفرعية للسوق المالية:

عند انعقاد الجلسة الأولى للجنة العليا في السوق المالية بعد كل انتخاب دوري (تختلف فترة الدورات من سوق لأخر حسب التنظيم)

تشكل لجانا فرعية لمساعدتها في تأدية وظائفها، وتتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل، وهي مسؤولة عن الأعمال الموكلة لها أمام اللجنة

العليا للسوق المالية⁴، ولهذه اللجان أسماء مختلفة من سوق لأخر إلا ان المهمات الموكلة لهذه اللجان فهي متقاربة بشكل كبير.

5-1-أنواع اللجان الفرعية:⁵

1-لجنة التأديب: تفصل مختلف المخالفات التي ترتكب أثناء العمل، والاطلاع على الشكاوي المرفوعة إليها.

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، جمهورية سوريا العربية، الطبعة الأولى، 2002، ص:51

² - مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، جمهورية سوريا العربية، 2009، ص:89

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص:52

⁴ - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي"، الطبعة الأولى،

مجموعة دلة البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، 1995، ص: 317.

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص:53

2-لجنة التحكيم: تفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء السوق المالية والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، وأيضا المنازعات التي تقع بينهم من جهة وعملائهم من جهة أخرى.

3-لجنة التسعيرة: وتعمل على تحديد الأسعار في جدول ونشرها على مختلف وسائل الإعلام والوسائط الإلكترونية الحديثة.

4-لجنة قيد الأوراق المالية: تعمل على قبول أو رفض طلب مختلف الشركات الراغبة في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وفقا للمعايير والشروط في اللائحة العامة للإدراج.

5-لجنة المقاصة: تعمل على إجراء المقاصة بين أعضاء السوق المالية لبعضهم لبعض، من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنين.

6-لجنة المراقبة: تختص بمراقبة أعمال السوق المالية من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغيرها من أنشطة السوق.

6-الجمعية العامة للسوق المالية:

تتكون من مجموعة المندوبين العاملين في السوق، وبقيّة الأعضاء داخل السوق، كالبנק الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية ومؤسسات الترويج للإكتتاب العاملة في السوق¹.

ويمكن تلخيص اختصاصات الجمعية العامة للسوق المالية على النحو التالي:

-إجراء انتخابات لمجلس الإدارة حسب القوانين التنظيمية الداخلية للسوق.

-القيام بمهام الإطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام².

-دراسة كل الخيارات والإمكانات المتاحة لتطوير السوق، وتحديد التوجهات المستقبلية لنشاط السوق³.

-التصديق على أبواب الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات⁴.

¹ - عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، جمهورية مصر العربية، 1998، ص:84

² -علي كنعان، "الأسواق المالية" منشورات جامعة دمشق، مطبعة الروضة، جمهورية سوريا، 2009، ص:69

³ - علي كنعان، "الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص:69

⁴ - عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص:84

المطلب الثاني: عضوية السوق المالية الإسلامية

تمهيد:

إن القانون المنظم لإدارة السوق المالية الإسلامية يجب أن يحدد صفة الأعضاء والوسطاء والشروط الواجب توفرها فيهم والضوابط القانونية والشرعية اللازمة.

1- عضوية السوق المالية الإسلامية:

تتميز السوق المالية بوجود أعضاء داخلها، تختلف صفاتهم ومهامهم ويعملون في السوق، حسب قوانينه التشريعية ولوائحه التنظيمية ، ولأعضاء السوق مهمة تحريك السوق بين أصحاب المصالح المختلفة ويشمل عضوية السوق على¹:

دلالي الأدوات المالية الطبيعيين والاعتباريين، وصانعي السوق الطبيعيين والاعتباريين.

تتكون الجمعية العامة في سوق الأوراق المالية (مع اختلاف بسيط أو معتبر) حسب درجة قوة نشاط السوق وطبيعته وهل هو من الأسواق الكبيرة أو الناشئة أو الصغيرة من ثلاث مجموعات رئيسية من الأعضاء وهي:

أ- **الأعضاء المنظمون** : وهم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم الموافقة على تعيينهم من قبل لجنة البورصة.

ب- **الأعضاء العاملون**: وهم السماسرة ومساعدوهم.

ج- **الأعضاء المراسلون**: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السماسرة المراسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل، وبعد أداء رسوم القيد والاشتراك.

من خلال هذه المجموعات الثلاث من الأعضاء تتم ممارسة العمل في البورصة حيث أن قدراتهم العملية ودرايتهم وخبرتهم تتوقف عليها فعالية ونشاط البورصة، ومدى قدرتهم على تحقيق الأهداف المختلفة لأصحاب المصالح.

2- سمسارة والوسطاء في السوق المالية :

يعتبر السمسارة والوسطاء من الأعضاء العاملين، ولهم أهمية كبيرة داخل السوق المالية، وتكمن أهميتهم في تنظيم وإدارة مختلف أنشطة السوق من تبادل، وتوفير ونشر المعلومات اللازمة للمشتريين والبائعين.

2-1- **السمسار (Broker)**: هو شخص يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية. إن موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح كاملة ولا تنتقل إلى عهده، ولا يتصرف باسمه عملائه في كلا الجانبين².

2-1-1- **السمسار الوكيل (Commission Broker)**: وهو الشخص يحمل عضوية البورصة، ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة -Brokerage House-، كما قد يعمل تاجرًا Dealer لحسابه الخاص³.

2-1-2- **سمسرة الصالة (Floor Broker)**: يطلق عليهم في بعض الأحيان سمسرة السمسرة، وهو لا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها⁴.

2-2- **شروط عمل السمسار**: تتم مهنة السمسرة في إطار قانوني منظم، ولا يمكن أن تتم المعاملات في مختلف الأدوات المالية داخل السوق المالية إلا بواسطة السمسرة المحترفين وذوي الخبرة والمسجلين في السوق.

ولتنظيم مهنة السمسار ومساعديه، وضعت الأجهزة الإدارية للسوق المالية جملة من القواعد واللوائح، اذ يشترط على ممتهي السمسرة

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص: 53.

² - غطاس نيه، "معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال"، مكتبة لبنان، الطبعة الثانية، لبنان، 1989، ص: 74.

³ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الطبعة الثانية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2011، ص: 38.

⁴ - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص: 38.

جملة من الشروط يجب أن تتوفر فيهم وهي¹:

أ- الأهلية القانونية: كحملة جنسية البلد، الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل، مثلاً 21 سنة فما فوق في بورصة كوالالمبور بماليزيا.

ب - النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخلياً أو خارجياً، لمخالفة أو تزوير، أو لجناية أو لمخالفة قوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.

ح - الكفالة المالية: أن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن مبلغ تحدده لجنة البورصة، وهذا لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

د - الكفاءة الفنية: حصوله على حد أدنى من التعليم (شهادة الليسانس أو شهادة في الاختصاص) وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

هـ - الشروط الإجرائية: اجتياز الاختبار التحريري والشفوي، وللحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراح سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

وبعد توفر جميع هذه الشروط يتم قبوله في سوق الأوراق المالية كسمسار، ويسجل باسمه في دفتر السماسرة، مع تسديد رسوم تخص الاشتراك والقيود والتأمين، يمكن للسماسرة القيام بأعمال السمسرة عن طريق شركات سمسرة.

2-3- وظائف السماسرة بالسوق المالية: تتمثل الوظيفة الرئيسية للسمسار، هي تنفيذ أوامر عملائه بعمليات بيع وشراء للأوراق المالية، وفي المقابل يأخذ عمولة تحددها لوائح السوق المالية.

وتضاف للسمسار مهام أخرى لا تقل أهمية على مهمته الرئيسية نذكر منها²:

أ- تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن معلومات عنها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، مثلاً كتغيرات الأسعار وتطورها وتقلبها؛

ب- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء؛

ج- الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف؛

د - حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت؛

هـ - إتمام الصفقات عند نكول العميل عن العقد لاستقرار المعاملات؛

2-4- السمسار ومساعدوه:

يساعد السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين وهم، المندوب الرئيسي، والوسيط، وصناع السوق، وشركات المقاصة.

2-4-1- المندوب الرئيسي (Commission Principale)³: هو مستخدم يعمل بأجره من قبل السمسار، لإعانتة في

تنفيذ الأوامر داخل المقصورة، ولا يمكن له العمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته، ولا يسمح له أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، ولا أن يعمل لحسابه الخاص.

2-4-2- الوسيط (Remisier)⁴: هو أداة اتصال بين العميل والسمسار، ويتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار المسجل

عنده، مقابل عمولة لا تتجاوز نصف المحصل من عمولة العمليات المعقودة بواسطته، وهو مسؤول عن العمليات التي يتوسط فيها.

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص: 56

² - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص: 57

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، نفس المرجع، ص: 58

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، نفس المرجع، ص: 58

ويختلف الوسيط عن المندوب بعدم أخذه أجراً ثابتاً مقابل خدمته، لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة، بل يدفع له نسبة مئوية. يشترط في المندوب والوسيط ما يشترط في السمسار، وأن تتم تركيزه من السمسار الذي يرغب العمل عنده، ولا يسمح له بأن يجمع أحد بين صفتي المندوب والوسيط، ولا يسمح له بأن يلتحق بأكثر من بيت سمسرة¹.

2-4-3- صانع السوق (Market Maker):² يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وهذا بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد أخذ الترخيص من لجنة السوق المالية، حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

ويعد صانع السوق له دور أساسي في المحافظة على توازن السوق واستمراره، إذ يعد مشتر عندما يكون السمسار بائعاً، وهو بائع عندما يكون السمسار مشترياً، ويؤدي ذلك إلى تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.

2-4-4- شركة المقاصة والتسوية:³ تقوم شركات المقاصة بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بما يلي:

- أ - استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام و تسليم الأوراق المالية؛
- ب - تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينهما؛
- ج - الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات، وعند إتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي لا زالت في الحفظ المركزي؛

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سابق، ص: 59

² - شعبان محمد إسلام البرواري، نفس المرجع، ص: 59

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، نفس المرجع، ص: 59

المطلب الثالث: الرقابة والحوكمة القانونية والشرعية للأسواق المالية الإسلامية

تمهيد:

تعد الرقابة القانونية والشرعية على الأسواق المالية الإسلامية من أهم الإجراءات التي بها يتم الحفاظ بكل شفافية على مختلف التعاملات، إذ بها يستقيم السوق وتتم معالجة الاختلالات الطارئة في وقتها وتقييمها من أجل ضمان استمراريته والحفاظ على مختلف مصالح المتعاملين داخله.

1- مفهوم الرقابة

1-1- التعريف اللغوي:

المراقبة: جاء في لغة العرب بمعنى "الحراسة"، فراقبه مراقبة أي: حرسه¹. يقول الله عز وجل: ((يَا أَيُّهَا النَّاسُ اتَّقُوا رَبَّكُمُ الَّذِي خَلَقَكُمْ مِنْ نَفْسٍ وَاحِدَةٍ وَخَلَقَ مِنْهَا زَوْجَهَا وَبَثَّ مِنْهُمَا رِجَالًا كَثِيرًا وَنِسَاءً ۚ وَاتَّقُوا اللَّهَ الَّذِي تَسَاءَلُونَ بِهِ وَالْأَرْحَامَ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ عَلَيْكُمْ رَقِيبًا)) ("النساء: الآية 1).
الشرعي: نسبة إلى الشرع و الشريعة الإسلامية، وتطلق لغة على الطرق والمذهب المستقيم²، ومنه جاء قوله سبحانه وتعالى: "لِكُلِّ جَعَلْنَا مِنْكُمْ شِرْعَةً وَمِنْهَاجًا" (المائدة، الآية 48).

يستعمل في اللغة العربية لفظ (رقب) للدلالة على عدة معاني نذكر منها:

1-الحفظ: رقب الشيء يَرْقُبُهُ، وراقبه مراقبة ورقاباً، والرقيب هو الحافظ الذي لا يغيب عنه شيء³، ودل هذا المعنى في قوله تعالى: "لا يَرْقُبُونَ فِي مُؤْمِنٍ إِلَّا وَلَا ذَمَّةَ وَ أُولَئِكَ هُمُ الْمُغْتَدُونَ" (التوبة: الآية 10).
2-الأمانة: الرقيب هو الأمين⁴.

3-الإشراف والعلو: من ارتقب المكان أي أشرف عليه وعلا، والمَرْقَبُ والمَرْقَبَةُ: الموضع المشرف الذي يرتفع عليه الرقيب، والجمع مراقب وهي ما ارتفع من الأرض⁵.

والرقابة: وسيلة بواسطتها يمكن أن التأكد من مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المنوطة بها بكفاية وفعالية في التوقيت المحدد⁶.

1-2- تعريف الرقابة القانونية و (التشريعية): للرقابة القانونية عدة تعريفات نذكر أهمها كالتالي:

التعريف الأول: ((الحق في إصدار القرارات اللازمة لإنجاح المشروع، وكذلك الوصاية من جانب سلطة أعلى على سلطة أدنى، وكذلك المراجعة اللاحقة والمراجعة السابقة))⁷.

التعريف الثاني: ((هي الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها هذا الحق للتعرف على سير العمل داخل الوحدة وللتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، ومن الإيرادات تحصل طبقاً للنظم المعمول بها وللتأكد من مدى تحقيق المشروع لأهدافه بكفاءة بغرض المحافظة على أمواله والتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء، وللكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت إلى حدوثها واقتراح وسائل علاجها التفادي تكرارها مستقبلاً

¹ - ابن منظور محمد بن مكرم بن علي بن أحمد بن أبي القاسم بن حنبل بن منطور، "لسان العرب"، دار المعارف، القاهرة، مصر، المجلد 3، مادة رقب، الجزء 24، ص: 1700.

² - إبراهيم أنيس وآخرون، "المعجم الوسيط"، الجزء الأول، المكتبة الإسلامية، دار الأمواج، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، 1990، مادة شرع، ص: 479.

³ - محمد بن محمد المرتضى الزبيدي، "تاج العروس"، دار ليبيا للنشر والتوزيع بنغازي، ليبيا، 1996، المجلد الأول، مادة الرقيب، ص: 274- 276.

⁴ - محمد بن محمد المرتضى الزبيدي، نفس المرجع، ص: 274- 276.

⁵ - محي الدين محمود بن يعقوب، الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، الطبعة السادسة، 1998، ص: 90-91.

⁶ - بن زغبة عز الدين، بحث "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، أهميتها، معوقات عملها، وحلول مقترحة"، مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الامارات العربية المتحدة، مايو 2009، ص: 10.

⁷ - عوف محمود الكفراوي، "البنوك الإسلامية النقود والبنوك في النظام الإسلامي"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 288.

1. ((

التعريف الثالث: تعمل الهيئات الرقابة في الأسواق المالية دوراً مهماً في رصد حالات الإدخال التي تحدث في الأسواق المالية، وتعمل على ضبط المتورطين في تلك الممارسات غير المشروعة وذلك من خلال ضبطها وإحالة مرتكبيها إلى القضاء المختص، وتسيط العقوبات المناسبة ضدهم².

التحليل: تعد هذه التعريفات شاملة لكل أهداف الرقابة وبيان أنواعها والسلطة ودرجتها المشرفة على العملية من مراجعة وتدقيق لأعمال الشركات أو الأسواق المالية، ومدى مطابقتها للقوانين الصادرة عن الهيئات التشريعية، واللوائح المنظمة للعمل داخل السوق المنصوص عليها في النظام الأساسي.

كما أجمعت التعاريف السابقة على أن الرقابة عمل مهم وأساسي داخل السوق المالية سواء تعلق الأمر بالشركات المساهمة المدرجة داخل السوق وعملها فيه، أو القيام بإصدار البيانات المالية، والتقارير الفصلية أو السنوية لمختلف أنشطة الشركة بكل شفافية وإفصاح بما يتعلق بالشركة من معلومات حتى تمكن المتعاملين والوسطاء العمل بكل شفافية وأريحية حتى يمكنها من اتخاذ قرارات أو من الشراء أو البيع الصحيحة.

كما تعمل على رقابة الأدوات المالية المختلفة المتعامل بها في السوق المالي ومدى تطبيق اللوائح وبنود العقد التأسيسي للسوق، للحفاظ على مصالح المستثمرين ووسطائهم من رؤوس أموالهم وكذا عوائد استثمارهم، وهذا ما يعطي للسوق المالي المصدقية، والاستمرارية، وزيادة ثقة المتعاملين داخله.

1-3-وظائف الرقابة القانونية: تؤدي الرقابة القانونية مجموعة من الوظائف نذكرها:³

1-الرقابة على مكونات السوق المختلفة والتأكد من مدى التزامهم بالقوانين واللوائح، وتفعيل الشفافية في عمل السوق لجعل المناخ الاستثماري مثالياً؛

2-الإشراف على عمليات التداول؛

3-مراجعة كل أعمال البورصة للتأكد من مطابقتها للقوانين واللوائح الداخلية؛

4-الكشف عن الممارسات الغير مشروعة والحد منها، مع دراسة أسبابها ووضع الحلول الناجعة لمعالجتها؛

5-تثقيف وتوجيه عناصر السوق المختلفة (المستثمرون، الوسطاء، الشركات المدرجة) فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة واللوائح حتى يتم الالتزام بها؛

6-منع التلاعب، والممارسات المحظورة في التداول؛

7-الإبلاغ عن المخالفات التي تقع وإعداد التقارير بشأنها ورفعها لإدارة السوق؛

2-التطور التاريخي لنظام الرقابة الشرعية:

إن ظهور السوق المالية الإسلامية بمختلف مؤسساته، وإعلانه التقيد بضوابط الشريعة الإسلامية ومبادئها، فرض عليها لزوماً رقابة شرعية توضح لها الضوابط الشرعية وتشرف على مختلف أعمالها، ولم تكن عملية الرقابة بالشيء الجديد، بل هو إحياء وتطوير لنظام الحسنة في الإسلام الذي كان مطبقاً في بداية تشكل الدولة الإسلامية.

2-1-نظام الحسنة:

¹ - عوف محمود، نفس المرجع، ص: 281

² - أحمد مصطفى الديبوسي، "الدور الرقابي لبورصة الأوراق المالية على سوق رأس المال وأثره في نمو السوق- دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية- مجلة علمية محكمة- المجلد 17، العدد 1، يونيو 2020، ص: 499 المطلع عليها يوم 15 أوت 2020 على الموقع الإلكتروني: <https://www.sharjah.ac.ae>

³ - محمد الأمين ولد عالي، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية"، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010، ص: 344

2-1-1-تعريف الحسبة: "هي الأمر بالمعروف إذا ظهر تركه، والنهي عن المنكر إذا ظهر فعله"¹.

قال تعالى: "وَلْتَكُنْ مِنْكُمْ أُمَّةٌ يَدْعُونَ إِلَى الْخَيْرِ وَيَأْمُرُونَ بِالْمَعْرُوفِ وَيَنْهَوْنَ عَنِ الْمُنْكَرِ وَأُولَئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ" (آل عمران، الآية 104)، ونظرا لأهمية الحسبة في الإسلام، ومحاربتها للغش بدلالة قوله صلى الله عليه وسلم عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: "أن الرسول صلى الله عليه وسلم مر على صبرة طعام فأدخل يده فيها فنالت أصابعه بللا فقال: "ما هذا يا صاحب الطعام قال أصابته السماء يا رسول الله، قال أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس من غشنا فليس منا"²، تأكيداً لأهمية الحسبة في صدر الدولة الإسلامية يقول المارودي "كان الصدر الأول يباشرون الحسبة بأنفسهم لعموم صلاحها وجزيل ثوابها"³.

كان أيضا عمر بن الخطاب رضي الله عنه إذا وجد شخصا لا يعرف أحكام البيع أخرجه من السوق ومنعه من البيع فيه حتى يتفقه، إذا نستنتج أن نظام الحسبة في الإسلام كان يحرص على التأكد من تطبيق الأحكام الشرعية وعدم مخالفتها، وهذا ما نراه في وقتنا الحاضر تهدف إليه الرقابة الشرعية بمفهومها الاختصاص في مختلف المعاملات السالبة في البنوك الإسلامية والأسواق المالية، إذ تكون الرقابة الشرعية خاصة بمؤسسة مالية معينة أو سوق مالية معينة.

2-2-2-نشأة الرقابة الشرعية: نشأت الرقابة الشرعية الحديثة كنظام متكامل الأركان والأسس بعيدا عن نظام الحسبة مع بداية ظهور المصارف الإسلامية، لمراقبة تعاملاتها المالية وتجنبها من الربا، ومحاولة البحث عن بدائل المعاملات البنكية الربوية وفق الشريعة الإسلامية.

إن الشيء الملاحظ في مختلف التعاملات المالية، وأدواتها، وتشريعاتها القانونية أن الكثير منها كان موجودا في بداية تشكل الدولة الإسلامية ولكن بصورة بسيطة وواضحة، وبعضها الآخر حديثا لم يكن يتعامل به المسلمون كالسندات (الصكوك)...الخ. مرت الرقابة الشرعية في مراحلها الأولى باكتفائها بإصدار التوصيات والقرارات دون مراجعة ولا تدقيق. وفي مرحلة متقدمة من العمل الرقابي الشرعي، ونظرا للضرورة العملية، والحاجة إلى التزام المؤسسة بتطبيق إجراءات جديدة متمثلة في إدخال التدقيق (الشرعي) إلى هيئة الرقابة الشرعية كمرحلة أولى ثم الفصل بينهما كمرحلة لاحقة من العمل المؤسساتي المالي.

3-الرقابة الشرعية:

للرقابة الشرعية عدة تعريفات توضح مبادئها وأهدافها وطرق عملها، فكان التعريف الأول لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، على النحو التالي⁴:

الرقابة الشرعية هي فحص مدى التزام المؤسسة بالشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، وهذا الفحص يشمل العقود التأسيسية، وعقود المعاملات، والاتفاقيات، والسياسات العامة والخاصة للعمل المالي، والمنتجات المالية المبتكرة، والمعاملات، والنظم الأساسية، والقوائم المالية، والتقارير وبالأخص تقارير المراجعة الداخلية، وتقارير عمليات التفتيش التي يقوم بها البنك المركزي، والتعاميم...الخ. كما عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) كما يلي⁵:

يعتمد مجلس الخدمات المالية الإسلامية تسمية هيئة الرقابة الشرعية بـ "الهيئة الشرعية"، ويعرفها بأنها جهاز متخصص تنشئه مؤسسة خدمات مالية إسلامية لتقوم بمهام الإشراف على نُظُم الضوابط الشرعية وتطبيقاتها.

¹ - علي بن محمد المارودي، "الأحكام السلطانية"، تصحيح محمد حلي، مطبعة السعادة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1990، ص:339.

² - مسلم بن حجاج النيسابوري، صحيح مسلم، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، 2001، حديث رقم(102).

³ - علي بن محمد المارودي، "الأحكام السلطانية" مرجع سابق، ص:339.

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة والمراجعة و الحوكمة والأخلاقيات، اعتمادها"، دار الميمان للنشر والتوزيع - الرياض المملكة العربية السعودية، 2015، ص:533.

⁵ - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المبادئ الإرشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية"، كوالالمير - ماليزيا، ديسمبر 2009، ص:37.

التعريف الثالث: تعرف الرقابة الشرعية في إطارها العام على أنها النظر في عمليات المؤسسات المالية حماية لها ووقاية من المخالفات الشرعية¹.

التعريف الرابع: الرقابة الشرعية: هي توجيه المؤسسة بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية ومراقبة مدى التزامها بها².

ويمكن من خلال التعاريف السابقة ان نستخلص للرقابة الشرعية تعريفا شاملا على النحو الآتي:

((هيئة الرقابة الشرعية هي فحص ومتابعة مدى تقييد المؤسسات المالية الإسلامية بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها من نظم أساسية، وعقود تأسيس ومختلف المنتجات المالية، وكيفية التعامل بها داخل السوق المالية)). التحليل: تتميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بتطبيقها لأحكام الشريعة الإسلامية، وبوجود جهتين أحدهما شرعية والأخرى قانونية رقابية.

لذلك تفرض الممارسات الميدانية للمؤسسات المالية الإسلامية على وجود جهتين رقيبيتين لضمان العمل على الالتزام الشرعي، الجهة الأولى لإصدار الفتاوى الشرعية والجهة الثانية على تطبيقها في الميدان.

تعد الرقابة الشرعية للأسواق المالية عامة وإصدار الفتاوى الشرعية من طرف الهيئات والمجمعات العلمية أو الفقهية من أهم الأعمال التي فرضتها التطورات المعاصرة، وعدم مواكبة الدول الإسلامية لمدة طويلة تلك التغيرات والاحداث وما نتج عنه من تعطيل للاجتهاد في كل مناحي الحياة المتجددة على الفرد المسلم وخاصة التطورات المالية وفنياتها وطرق عملها.

ومحاولة الدول الإسلامية محاكاة الواقع الميداني الموجود والذي توجه به معظم الأموال والاستثمارات، فنتج عن ذلك ضرورة النهوض بالقطاع المالي وخاصة المصرفي في بداية الأمر لأنه يمكن استعمال جل أدوات البيوع (المراجحة بأنواعها)، وفي مرحلة ثانية اتجهت المصارف إلى تمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة المدى في معظم القطاعات التنموية المختلفة بإستعمالها للصكوك المالية الإسلامية التي ما فتئت منذ ظهورها في أواخر عام 2000 يتوسع حجمها، وتنوع مجالاتها إلى أن أصبحت بالتريليونات من الدولارات وفي معظم الدول العربية والإسلامية (مجلس التعاون الخليجي، والسودان، المغرب، وماليزيا) وكذا الدول العالمية كبريطانيا وألمانيا.

4-الحوكمة

الحوكمة هي الطريقة التي تدار بها المنظمات وآلية التعامل مع جميع أصحاب المصالح داخلها، بواسطة التنظيم والالتزام بالقوانين واللوائح المطبقة وفق برامج وإجراءات عمل وملائمة منظمة ومحددة، بهدف تحقيق العدالة و الشفافية ومكافحة الفساد و ادراج حق المسألة، وللتعرف أكثر على أهمية الحوكمة ودورها الفعال في المؤسسات المالية والبنوك والاسواق المالية نتطرق لها بأكثر دقة وتفصيل.

4-1- مفهوم الحوكمة: انتشر في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، مصطلح الحوكمة وهي ترجمة مختصر Coporate

Gouvernance، أما الترجمة الاصطلاحية العلمية المتفق عليها فهي " أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة".

ولم يوجد تعريف محدد للحوكمة في الاصطلاح، إذ أن المحددات تختلف من بلد لآخر سواء من ناحية المحددات القانونية أو السياسية أو الثقافية.

التعريف الأول: هي الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وتركز الحوكمة على العلاقات فيما بين: الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، والطريقة التي تتفاعل بين كل هذه الأطراف من أجل الإشراف على عمليات الشركة³.

¹ - بن عوالي محمد الشريف، "مسؤوليات هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 73، 2018، ص:

² - يحي محمد زكريا، "الدليل العلمي للمدقق الشرعي في المصارف الإسلامية"، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، الطبعة الأولى، 2019، ص: 26.

³ - سولتيان جون، روجر جين وآخرون، "دليل لإرساء حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، ترجمة سمير كريم، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2003.

كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية*: (O.E.C.D) نظام يتم من خلاله توجيه وإدارة منظمات الأعمال والرقابة عليها، تقوم بتحديد وتوزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف المشاركين في المصارف، كمجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، كما تبين القواعد والإجراءات لاتخاذ القرارات فيما يخص شؤون المصارف، كما توفر الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المصرف وطريقة تحقيقها، والرقابة على الأداء¹.

التحليل: من التعريفات السابقة نلاحظ أنها تركز على:

- الأنظمة الرقابية، والضوابط التي تعمل للمحافظة على مصالح جميع الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة؛

- يحد من التصرفات الغير صحيحة للمديرين التنفيذيين؛

- تفعيل دور مجالس الإدارة للحد من التلاعب في أموال الشركات بواسطة مختلف المصالح الإدارية؛ مما جعل الشركات تمر بحالات إفلاس ومشاكل مالية وقانونية؛

وعليه يمكن استخلاص التعريف الآتي: ((الحوكمة هي نظام رقابي متكامل، يحدد ويوزع الحقوق والمسؤوليات، ويعمل على رقابة أداء الشركات من أجل الوصول إلى الهدف المستهدف في مخطط عمل المؤسسة، مع وضع قوانين عقوبات تحد من مختلف التجاوزات التلاعب بمصالح المستثمرين داخل الشركات)).

5-الحوكمة الشرعية:

5-1-تعريف الحوكمة للمؤسسات المالية الإسلامية: ((النظام الذي يتم بواسطته توجيه المؤسسات المالية الإسلامية والرقابة عليها بحيث يتم فيها تحديد مسؤوليات جميع الأطراف المشاركة بما فيها هيئات الفتوى الشرعية، وصولاً لتحقيق العدالة والنزاهة والشفافية والاستقلالية بين الإدارة والمساهمين والعاملين فيها، وذوي العلاقات والمصالح، بالإضافة إلى وجود قنوات واضحة لتحقيق أهداف المؤسسة وتحقيق الرقابة على الأداء وتوفير نظام جزاءات واضح متفق عليه مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها²).

5-2-محددات الحوكمة: يمكن إيجاد محددات للحوكمة إحداها داخلية وأخرى خارجية على النحو التالي³:

5-2-1-المحددات الخارجية: المناخ العام للاستثمار في الدولة الذي هو بمثابة المناخ الذي تعمل فيه المصارف والمؤسسات والشركات، وهو يختلف من دولة إلى أخرى وهي عبارة عن:

-القوانين واللوائح التي تنظم عمل الأسواق المالية؛

-نظام مالي يوفر التمويل اللازم للمشروعات بشكل جيد مما يوفر لها الاستمرار والمنافسة الدولية؛

-كفاءة الهيئات والأجهزة الإشرافية والرقابية سواء المسؤولة عن قطاع بعينه أو العامة كهيئات سوق المال، والبنوك المركزية، وذلك عن طريق أحكام الرقابة على المصارف والشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تقوم بنشرها، ووضع العقوبات المناسبة لأي خروقات لهذه الأحكام؛

-دور المؤسسات غير الحكومية مثل جمعيات المحاسبين والمراجعين، في ضمان التزام أعضائها بمختلف النواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية؛

-دور الهيئات الشرعية فيما يخص المؤسسات المالية الإسلامية، وأحكام الرقابة في مدى توافق الإجراءات العملية مع أحكام الشريعة

* منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية : هي منظمة تعني تتعاون الحكومات مع بعضها على أفضل الخبرات والحلول للمشاكل المشتركة والعامة، وتتم بقياس المتغيرات الاقتصادية، والحياة اليومية للإنسان كالضرائب، والضمان الاجتماعي، وتقتصر إجراءات وسياسات تعمل على تحسين مستوى معيشة المواطنين.

1 - منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، على الموقع الإلكتروني المتصفح يوم 2020/01/18، WWW.OECD.ORG

2 - عبد الله صديقي، خولة فريز النوباني، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية"، كرسى سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، كرسى الباحث، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، 2016، المملكة العربية السعودية، ص:17

3 - سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الإداري (دراسة مقارنة)"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص:19

الإسلامية؛

- دور الجهات الرقابية غير الرسمية كوسائل الإعلام ومدى قدرتها على كشف الممارسات المالية الفاسدة للجمهور؛

- و هي جمهور المتعاملين بحقوقهم وواجباتهم وطرق الإبلاغ عن الفساد المالي؛

5-2-2-المحددات الداخلية: وهي القواعد والأسس والإجراءات التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المصرف أو المؤسسات المالية أو الشركات بين الجمعية العامة؛ ومجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، التي تحد من تضارب بين مصالح الأطراف المعنية¹.

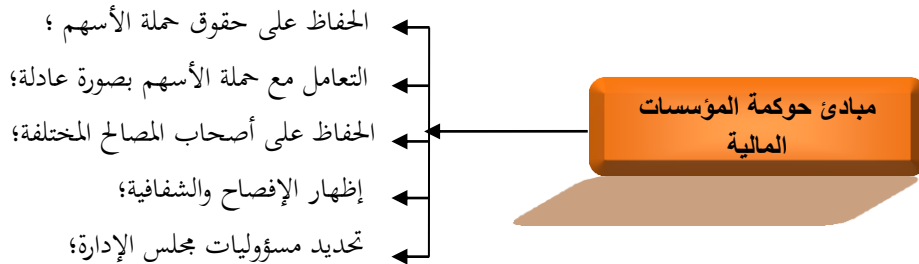
كما يحدد مفهوم المحددات الداخلية للرقابة على انما هي: إجراءات الرقابة الداخلية والسياسات التي تنتهجها المؤسسة لأحكام الرقابة على الأداء والقرارات المتخذة من قبل الهيئات الإدارية في المؤسسة، لتضمن توازنها وإعطاء كافة الأطراف ذات الصلة العناية الكافية بدون تمييز².

إن من أهم المحددات الداخلية للمؤسسات المالية الإسلامية الرقابة الشرعية الداخلية وهيكلتها واستقلاليتها وإلزامية قراراتها بعد اعتمادها، ومراقبة تطبيق هذه القرارات، والتي تعمل على تعزيز الحوكمة الشرعية³.

5-3-مبادئ الحوكمة: يمكن تلخيص المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات وفيما بعد حوكمة الهيئات الرقابية التقليدية أو الشرعية للأسواق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

5-3-1-مبادئ حوكمة المؤسسات المالية: تبنى حوكمة المؤسسات المالية على العديد من المبادئ يظهرها الشكل أدناه على النحو التالي:

الشكل رقم(2-1): مبادئ حوكمة المؤسسات المالية



من اعداد الباحث بالاعتماد على: جوادي سميرة، "الحاجة إلى حوكمة هيئات الرقابة الشرعية -بالإشارة إلى حالة السودان-"، ورقة بحثية منشورة بمجلة "إقتصاد المال والأعمال"، المجلد الرابع، العدد الثاني، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019، ص: 220 .

التحليل: نلاحظ من خلال المبادئ المذكورة أن للحوكمة مبادئ تقوم عليها من أجل تحقيق أهداف عديدة سواء بالنسبة للشركة أو المؤسسات المالية وهي تتمثل في:

-الحفاظ على حماية حقوق المساهمين، وحملة الوثائق في مؤسسات التكافل والتعامل معهم بعدالة تامة، كما تعمل الحوكمة من أجل حماية أصحاب الشركات وكذا المؤسسات المالية وذلك بالإظهار الكامل والمفصل للإفصاح والشفافية.

-العمل على تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة أمام الغير للحد من أي تلاعب داخلها أو انحرافات وهذا من أجل الحفاظ على استمرارية الشركات والمؤسسات المالية.

¹ - أبو موسى أشرف، "حوكمة الشركات على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2008.

² - خولة فريز النوباني، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 18

³ - نفس المرجع، ص: 1

- تحديد المسؤوليات عندما يتعلق الأمر في حوكمة الهيئات الشرعية داخل الشركات أو المؤسسات المالية ومدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

- تعد الحوكمة أداة لنشر ثقافة السلوك الأخلاقي في المؤسسات المالية.

5-3-2- مبادئ الحوكمة في الشريعة الإسلامية: أفردت الشريعة الإسلامية بنصها القرآني، وسنة نبيها واجتهادات علمائها على جملة من المبادئ كلها تصب في هذا المفهوم الذي ظهر مؤخراً بعد الهزات المالية المتتالية والمتكررة، من أزمة دول جنوب شرق آسيا (1996-1997) إلى الأزمة العقارية المالية التي هزت الأسواق المالية سنة (2008) وانتجت من آثار سلبية على الاستثمارات على مختلف القطاعات من خسائر مالية لم يسبق لها نظير، ويمكن سرد مبادئ الحوكمة كما جاءت في الشريعة الإسلامية كالآتي¹:

1- العدالة: تعتبر العدالة من أهم الأسس التي تقوم عليها العقود الشرعية قال تعالى:

((وَلَا تَقْرَبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّى يَبْلُغَ أَشُدَّهُ وَأَوْفُوا الْكَيْلَ وَالْمِيزَانَ بِالْقِسْطِ لَا تُكَلِّفُوا نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا وَإِذَا قُلْتُمْ فَاعْدِلُوا وَلَوْ كَانَ ذَا قُرْبَىٰ وَبِعَهْدِ اللَّهِ أَوْفُوا ذَلِكُمْ وَصَّاكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَذَكَّرُونَ)). (سورة الأنعام الآية 152).

((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا كُونُوا قَوَّامِينَ بِالْقِسْطِ شُهَدَاءَ لِلَّهِ وَلَوْ عَلَىٰ أَنْفُسِكُمْ أَوِ الْوَالِدِينَ وَالْأَقْرَبِينَ إِنْ يَكُنْ غَنِيًّا أَوْ فَقِيرًا فَالِلَّهِ أُولَىٰ بِحِمَا فَلَا تَتَّبِعُوا الْهَوَىٰ أَنْ تَعْدِلُوا وَإِنْ تَلَوْا أَوْ تُعْرَضُوا فَإِنَّ اللَّهَ كَانَ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرًا)). (سورة النساء الآية 135).

2- المسؤولية: ويقصد بها تحديد المسؤولية المنسوبة الى كل طرف وبدقة، وأدائها بكل صدق وأمانة.

ويقول الله تعالى: ((وَكُلُّ إِنْسَانٍ أَلْزَمْنَاهُ طَائِرَهُ فِي عُنُقِهِ وَنُخْرِجُ لَهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ كِتَابًا يَلْقَاهُ مَنشُورًا اقْرَأْ كِتَابَكَ كَفَىٰ بِنَفْسِكَ الْيَوْمَ عَلَيْكَ حَسِيبًا)) (سورة الإسراء الآية: 13، 14).

فمسؤولية المسلم التي يتحملها عند تعاقد مع غيره لا تقتصر فقط أمام من تعاقد معه، إنما هي في المقام الأول أمام الله.

وجاء في قول النبي صلى الله عليه وسلم: عن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما عن النبي صلى الله عليه وسلم قال:

((أَلَا كُلتُكُمْ رَاعٍ، وَكُلتُكُمْ مَسْئُولٌ عَنْ رَعِيَّتِهِ، فَالْأَمِيرُ الَّذِي عَلَى النَّاسِ رَاعٍ، وَهُوَ مَسْئُولٌ عَنْ رَعِيَّتِهِ، وَالرَّجُلُ رَاعٍ عَلَى أَهْلِ بَيْتِهِ، وَهُوَ مَسْئُولٌ عَنْهُمْ، وَالْمَرْأَةُ رَاعِيَةٌ عَلَى بَيْتِ بَعْلِهَا وَوَلَدِهِ، وَهِيَ مَسْئُولَةٌ عَنْهُمْ، وَالْعَبْدُ رَاعٍ عَلَى مَالِ سَيِّدِهِ وَهُوَ مَسْئُولٌ عَنْهُ، أَلَا فَكُلتُكُمْ رَاعٍ، وَكُلتُكُمْ مَسْئُولٌ عَنْ رَعِيَّتِهِ)). (متفق عليه).

3- المساءلة: هي وجوب محاسبة كل مسؤول عن التزاماته، وربط مدى وفائه بنظام للجزاء.

وقد وضعت الشريعة الإسلامية في تنظيمها لعقود المعاملات أسس المحاسبة لكل طرف من أطراف العقد يعتمد على التزامه بأداء ما عليه من واجبات في العقد، وقررت عقوبات لمن يخل بهذه الالتزامات، وهناك حادثة في عهد النبي صلى الله عليه وسلم توضح مفهوم المساءلة من خلال الحديث النبوي الشريف التالي: فعن أبي حميد الساعدي رضي الله عنه قال: اسْتَعْمَلَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ رَجُلًا عَلَى صَدَقَاتِ بَنِي سُلَيْمٍ، يُدْعَى ابْنُ اللَّتَيْيَةِ، فَلَمَّا جَاءَ حَاسِبُهُ، قَالَ: هَذَا مَا لَكُمْ وَهَذَا هَدِيَّتُهُ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: ((فَهَلَّا جَلَسْتَ فِي بَيْتِ أَبِيكَ وَأُمِّكَ، حَتَّى تَأْتِيَكَ هَدِيَّتُكَ إِنْ كُنْتَ صَادِقًا)) ثُمَّ خَطَبَنَا، فَحَمِدَ اللَّهَ وَأَثْنَى عَلَيْهِ، ثُمَّ قَالَ: ((أَمَّا بَعْدُ، فَإِنِّي اسْتَعْمِلْتُ الرَّجُلَ مِنْكُمْ عَلَى الْعَمَلِ مِمَّا وَلَّيْتُ اللَّهَ، فَيَأْتِيَنِي يَقُولُ: هَذَا مَا لَكُمْ وَهَذَا هَدِيَّةٌ أُهْدِيَتْ لِي، أَفَلَا جَلَسَ فِي بَيْتِ أَبِيهِ وَأُمِّهِ حَتَّى تَأْتِيَهُ هَدِيَّتُهُ، وَاللَّهِ لَا يَأْخُذُ أَحَدٌ مِنْكُمْ شَيْئًا بِغَيْرِ حَقِّهِ إِلَّا لَقِيَ اللَّهَ يَحْمِلُهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ، فَلَا عَرَفَ أَحَدًا مِنْكُمْ لَقِيَ اللَّهَ يَحْمِلُ بِعِيرٍ لَهُ رِغَاءٌ، أَوْ بَقَرَةٍ لَهَا خَوَازٍ، أَوْ شَاةٍ تَيْعَرُ)) ثُمَّ رَفَعَ يَدَهُ حَتَّى رُبِّيَ بَيَاضُ إِبْطِهِ، يَقُولُ ((اللَّهُمَّ هَلْ بَلَغْتُ)) بَصَرَ عَيْنِي وَسَمِعَ أُذُنِي².

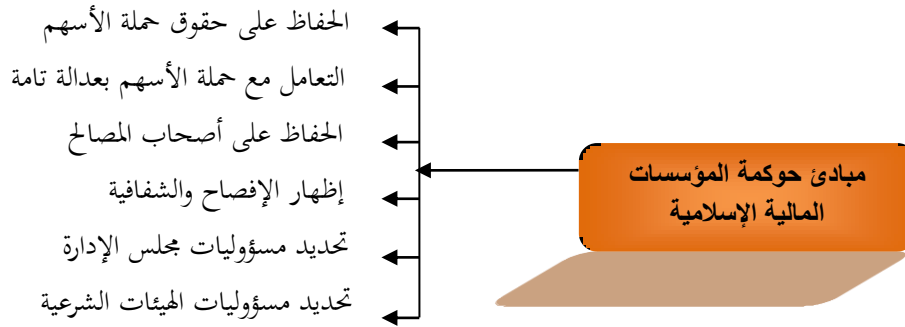
¹ - حولة فريز النوبالي، عبد الله صديقي، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص-ص: 20-21

² - أبي عبد الله محمد بن اسماعيل ابن إبراهيم الجعفي البخاري، "الجامع المسند الصحيح المختصر من أمور رسول الله صلى الله عليه وسلم، الشهير بـ-صحيح البخاري"، المجلد الأول، رقم الحديث (6979)، جمعية البشري الخيرية للخدمات الانسانية والتعليمية (AL-BUSHRA)، كراتشي، باكستان، 2016، ص-ص: 3080-3081.

وفي هذه الواقعة بيان أن هدايا العمال حرام لأنَّه خان في ولايته وأمانته، ولهذا ذكر في الحديث في عقوبته وحمله ما أهدي إليه يوم القيامة، نلاحظ ممارسة الرسول صلى الله عليه وسلم للرقابة الإدارية للمكلفين بأمر يخص الصالح العام، التي تعد شكلا من أشكال الحوكمة المعاصرة اليوم .

٥٤-**الشفافية:** هي الصدق والأمانة والدقة والشمولية التي تربط بالبيانات التي تقدم عن الأداء والأعمال في المؤسسة للمعنيين بذلك، والذين في الغالب لا يتمكنون من الإشراف المباشر عن أعمالهم (كالمساهمين) بالرغم من وجود مصالح لهم، وهذا بهدف تعريفهم على مدى أمانة وكفاءة الإدارة في تسيير أموالهم والحفاظ على حقوقهم، وتمكينهم من اتخاذ القرارات السليمة في علاقاتهم بالمؤسسة. ويمكن تلخيص مبادئ الحوكمة في الشريعة الإسلامية في الشكل الآتي أدناه:

الشكل رقم (2-2): مبادئ حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية



من إعداد الباحث بالاعتماد على: جوادي سميرة، "الحاجة إلى حوكمة هيئات الرقابة الشرعية -بالإشارة إلى حالة السودان، مرجع سابق، ص: 220 .

التحليل: نبدأ تحليلنا بما قاله ابن رشد ((أجمع علماء الأمصار على أنه لا يجوز للعامل أخذ نصيبه من الربح إلا بحضور رب المال، وأن حضور رب المال شرط في قسمة المال، وأخذ العامل حصته، وأنه ليس يكفي في ذلك أن يقسمه بحضور بينة ولا غيرها، ويغرم رب المال جميع ما تتعرض له تجارة القرض من خسارة أو تلف سماوي ما ليس فيه تعد ولا تقصير من المضارب)).

إن مسألة حق رب المال في مال المضاربة، يعد نموذج لضمان الشفافية والنزاهة، والوازع الديني الأخلاقي مهم يجعل كل مسير في الإدارة مسؤول أمام سلطة ربانية غير ملموسة، قبل السلطات الأخرى ومراقبة ذاتية مستمرة في أداء عمله، ويمكن غرس أخلاقيات العمل المالي الإسلامي عن طريق التدريب والتكوين، بحيث يرتفع الأداء الوظيفي من خلال إظهار الإفصاح والشفافية، حماية لمصالح الغير بكل صدق وعدالة.

المبحث الثاني: متطلبات وشروط التعامل داخل الأسواق المالية

تمهيد:

يتم التطرق في هذا المبحث إلى جملة من المطالب والشروط التي تعطيها امكانية التعامل داخل السوق المالية الإسلامية، ابتداءً من إجراءات عملية القيد(التسجيل) الأوراق المالية الإسلامية المصدرة لصالح الشركات التي تم قبول إصداراتها وإدراجها داخل السوق، ثم الكيفية التي يتم بها تحديد أسعار الأوراق المالية داخل السوق المالية الإسلامية، وأخيراً تتطرق إلى مختلف أنواع أوامر السوق المالية الإسلامية التي تعد من أهم العمليات داخل السوق.

وقسم البحث إلى ثلاثة مطالب على النحو التالي:

المطلب الأول: متطلبات وإجراءات قيد الأوراق المالية

المطلب الثاني: عملية تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية

المطلب الثالث: أوامر السوق المالية الإسلامية

المطلب الأول: متطلبات وإجراءات قيد الأوراق المالية

تمهيد

للسوق المالية مجموعة من الجداول الخاصة التي يتم بها إدراج الأوراق المالية بعد ان تم إصدارها من الجهة المصدرة، التي تلتزم بالقواعد والقيود التي تطلبها القوانين واللوائح والقرارات التنفيذية التي تقرها الهيئة العامة لسوق رأس المال، والتنظيمات المتبعة من طرف الإجراءات الإدارية المسيرة لمختلف العمليات داخل سوق الأوراق المالية.

يضع مجلس إدارة هيئة السوق المالية، ومجلس هيئة الرقابة الشرعية، قواعد وفتاوى يتم على إثرها قبول قيد الأوراق المالية أو رفضها، من الجهة المصدرة طالبة التسجيل للأوراق المالية.

وللتعمق في شرح مختلف هذه العمليات التطبيقية ولتوضيحها أكثر يمكن التطرق لما يلي:

1- امتيازات تسجيل الأوراق المالية في السوق

هناك مجموعة من الامتيازات التي تؤدي بالشركات لطلب الدخول والإدراج داخل السوق وتسجيل أوراقها المالية، وعندئذ تتوفر للشركة مزايا متعددة لا تجدها خارج السوق، كمتابعة الجمهور لنشاطاتها الإنتاجية والتسويقية والتجارية، والتقييم العادل لأسهمها بما يمكنها من اتخاذ القرارات المناسبة لزيادة رؤوس أموالها، ولا توجد إلا من خلال الإدراج في أسواق نظامية مدعومة بقوانين وتشريعات وأنظمة رقابية ملائمة¹.

ومن أهم مزايا إدراج الادوات المالية للشركات في سوق الأوراق المالية²:

1-1- الترويج والإشهار: يعتبر إدراج الشركات فرصة ترويجية ودعائية من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية والربع سنوية والنصف سنوية والسنوية وفي كافة المنشورات المتعلقة بالسوق، ومنه تزداد المعرفة الوثيقة بها، والمتابعة المستمرة لنشاطاتها ومنتجاتها المختلفة من جمهور المستثمرين والمتعاملين.

1-2- التقييم العادل: توفر السوق تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار اسهم الشركات المدرجة مما يعكس القيمة السوقية الحقيقية للأسهم، كما أن الضوابط القانونية والإجراءات الفنية التي تحكم عمليات التداول تحد من المضاربات المضرة بالشركات المسجلة داخل السوق.

1-3- كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسوية الالكترونية: يوفر السوق نظام الكتروني متطور للتداول والمقاصة، يقدم أفضل الخدمات، ويعطي إمكانية للمستثمرين بتسيير أسهمهم من خلال تجميع عروض البيع وطلبات الشراء لدى السوق وتفاعلها الكترونيا وبعدها يتم التنفيذ ونقل الملكية من حسابات البائعين إلى حسابات المستثمرين.

1-4- الحصول على التمويل الإضافي: إن فتح مجال إطلاع الجمهور، والمتعاملين على أخبار وإنجازات الشركات المدرجة(زيادة الانتاج -التسويق-الأرباح-استراتيجية الشركة المستقبلية)، وتقييم السوق لأسعارها من خلال عقد الندوات التعريفية التي تهدف إلى تعزيز ثقتهم بالأوراق المالية المدرجة في السوق المالي وتعريفهم بمفهوم الاستثمار ونوعيته وأهدافه.

كما يعمل السوق بصورة دائمة وبأحدث التقنيات التكنولوجية المعاصرة والأساليب الفنية الحديثة، على إيصال المعلومات الخاصة بأسعار الشركات المدرجة وإفصاح ومؤشرات التداول للمستثمرين المعنيين، وبالتالي إعطاء فرص أكبر لجذب الاستثمارات لتلك الشركات، وحصولها على الزيادات التي تحتاجها من رؤوس الأموال وبطريقة يسهل توزيعها، مما يوفر لها فرص عملية التمويل لنشاطاتها الإنتاجية والتوسعية بتكاليف أفضل من تكاليف الاقتراض من الجهات الممولة بصورة مباشرة.

1-5- التملك والاندماج: للسوق المالية فرص عديدة يقدمها للشركات المدرجة في السوق حيث:

¹ -حمدي شحدة محمود زعرب، "محاضرات في الأسواق المالية"، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2014، ص: 27

² - نفس المرجع.

يسهل وينظم عمليات الاندماج والتملك من خلال الإجراءات التنظيمية والفنية والتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم التداول والمقاصة، ونقل وتسجيل الملكية، ويتم معالجة جميع هذه العمليات بنظام الكتروني عصري وفق قوانين تعمل على مراعاة العدالة وتوفير الحماية لكل الأطراف ذات المصالح المشتركة.

1-6- سرعة نشر المعلومات ودقتها للشركات والمستثمرين: يعطي السوق المالي من خلال عملية التداول دقة في التقييم للجهات المدرجة وهذا لأن أداء الجهة ينعكس على سعر الورقة المالية المعروضة لجميع المستثمرين، كما يمكن للجهة المدرجة أن تحصل على جميع المعلومات الخاصة بالتداولات التي تمت على أوراقها المالية حديثة ودقيقة، وفي مدة زمنية وجيزة وعن أي فترة زمنية خلال العام.

كما يقوم السوق المالي بتوفير جملة من المعلومات والبيانات المتعلقة بالسوق ومكوناته والتي تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، كما تنشر الوعي العام في السوق بالجهات المدرجة ومنتجاتها وخدماتها.

وتتكون مختلف المعلومات والبيانات التي يصدرها السوق من:

-أسعار فورية، وبيانات عن مؤشر السوق؛

-تحليلات تخص أداء الشركات المدرجة للفترة الزمنية الحالية والسابقة؛

-تقديم رسومات بيانية تشرح مختلف المعلومات؛

-نشرات لتقارير يومية ودورية شهرية وربيع سنوية وسنوية؛

-أخبار وبيانات عن إفصاح الجهات المدرجة، تتضمن التطورات الأساسية فيها، وكذا إصدارات لأوراق مالية جديدة؛

1-7- تطور الخدمات واستمراريتها: إن مستشاري الجهات المصدرة للأوراق المالية يدركون أهمية العامل الزمني بين عملية الإصدار والتداول، لذلك يولي السوق أهمية خاصة في إنجاز عملية تدقيق واتخاذ القرار بخصوص عملية إدارة الأوراق المالية المصدرة لدى السوق، بما يناسب مع الجدول الزمني للجهات المصدرة.

إن التقاص الالكتروني الحديث الذي تستعمله المقاصة في إدارة جميع سجلات الجهات المدرجة في السوق المالي، وتطبيق إجراءات شركات المساهمة على السجل، وتوزيع الأرباح نيابة عنها.

2-متطلبات تسجيل الأوراق المالية

إن لعملية التسجيل (ال قيد) والإدراج مجموعة من الشروط يجب أن تلتزم بها الشركات في سوق الأوراق المالية، حتى يكون لعملية إصدار الأوراق المالية مصداقية ويؤهلها إلى التداول داخل سوق الأوراق المالية، وتعد هذه المتطلبات من بين أساسيات عمل أي سوق متقدم أو ناشئ، وتكمن هذه الشروط في ما يلي:

1-2- توفر المعلومات والبيانات اللازمة للتسجيل: يوجد في معظم الأسواق المالية العالمية مجموعة من المعلومات والبيانات التي يجب أن تفصح عنها الشركات لغرض عملية القيد، وهي مفروضة حتى في الأسواق المالية الإسلامية ونذكر منها¹:

أ-معلومات عامة عن الشركة المصدرة: تاريخ الشركة، رأس المال، طبيعة رأس مال الشركة، رأس المال المصرح به والمصدر، عدد وأنواع الأسهم المكونة لرأس المال؛

ب-معلومات مالية عن الشركة المصدرة: الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة للأعوام الماضية؛

ج-معلومات عن العمليات التجارية للشركة: المكان الرئيسي للعمل التجاري للشركة، حجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين داخلها، طبيعة وكيفية القيام بمختلف العمليات؛

¹ - كفاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص:88

د-معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة: أسماؤهم، وعناوينهم، مهمتهم الوظيفية داخل الشركة، وتفاصيل توضيحية عن حصة كل عضو في الأوراق المالية؛

ه-معلومات مفصلة عن الشركة المصدرة والأشخاص المسؤولين عن: بنود عملية الإدراج، مدققي الحسابات، والمستشارين؛

و-معلومات عن الأوراق المالية: طبيعة الأوراق المالية، سعر الإصدار، وصف الأسهم المصدرة وعددها، حقوق حصص أرباح الأسهم؛

ى-الحقوق القانونية للأوراق المالية: التصويت، الحقوق الملحقه بالأسهم فيما يخص توزيع الأرباح والتصفية؛

ز-إدارة إصدار الأوراق المالية: معرفة الجهة المكلفة بعملية الإكتتاب في الأوراق المالية، كالمصارف، مؤسسات مالية؛

2-2-المتطلبات العامة لتسجيل الأوراق المالية: تتفق معظم الأسواق المالية المتقدمة أو الناشئة على فرض شروط قانونية وتقنية وأخرى فنية لتسجيل الأوراق المالية، و يمكن حصرها فيما يلي¹:

أ-تأسيس الشركة لأحكام قانون نظام الشركات؛

ب-حجم الشركة: رأسمالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة؛

ج-عدد المساهمين ملاك الشركة؛

د-الفترة الزمنية التي مرت على الشركة منذ تأسيسها إلى تاريخ تقديم طلب الإدراج؛

ه-ربحية الشركة: حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح، حقوق المساهمين؛

و-سيولة الأسهم، ومعدل دوران السهم؛

ز-التزام الشركة بعملية الإفصاح، والإعلان عن أية معلومات أو أخبار مهمة قد تؤثر على سعر السهم، مع الإلتزام بنشر التقارير المالية في الأوقات المتعارف عليها والمحددة من طرف الهيئة الرقابية للسوق؛

3- مطالب التزام الشركة بعد عملية التسجيل:

3-1-مطالب أولية: هناك مطالب أولية يجب أن تتوفر في الشركة، كالحجم وعدد المساهمين، والأرباح المحققة من طرف الشركة.

3-2-مطالب مستمرة: وهي مطالب تساعد على الإفصاح عن المعلومات والأخبار الضرورية، التي تساعد السوق على الإطلاع ومعرفة إنجازات الشركة من حيث النشاط، وحالتها المالية من خلال تقديم الشركة لمختلف التقارير المالية، وإبلاغ إدارة السوق بكل الأحداث والحقائق والمعلومات في الآجال المحددة التي يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية للشركة، وحتى مركزها المالي.

4-متطلبات التسجيل والتعليق في السوق المالية

هناك مجموعة من الإجراءات في السوق المالية الإسلامية مطلوبة عند عملية تسجيل الأوراق المالية، كما أن الإخلال بإحداها وجب تعليق نشاط الشركة وهذا كما نسرده في الآتي²:

4-1-متطلبات التسجيل للأوراق المالية في السوق المالية: بعد عملية إطلاع الشركة على كافة متطلبات وشروط التسجيل في السوق المالية، يجب على الشركة أن تقوم ولمدة سنتين بعملية التحضير:

أ-محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية التسجيل الفعلي، كالإفصاح ونشر المعلومات، مراقبة الحسابات، وتوزيع الأرباح، والتأكد من إمكانية تحقيق أهدافها الإستراتيجية (الشركة) فيما يخص عملية نموها؛

ب-ينبغي قبل البدء في عملية التداول الإتفاق على سعر للورقة المالية المتداولة حتى لا يؤثر سلبا على قدماء المساهمين، ونجد رضا المستثمرين الجدد؛

¹ - كفاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية" مرجع سابق ، ص:89

² - نفس المرجع، ص:90-91

ج- تلجأ الشركة إلى دمج احتياطاتها لزيادة رأسمائها ويؤدي هذا إلى زيادة عدد أسهمها، أو تخفض من قيمة السهم، ومنه يجب تغيير القانون الأساسي للشركة حسب شروط ومتطلبات القيد؛

د- التحسين من نوعية إجراءات الرقابة الداخلية، مع إعطاء الحسابات المالية في الوثيقة الإعلامية حسب الشروط المطلوبة للتسجيل؛

هـ- يجب أن تختار الشركة وسيط مالي بهدف مساعدتها للتحضير لعملية التسجيل ومتابعة عملية القيد الفعلي له؛

و- يجب على الشركة أن تقوم بتكوين وتخضير كل المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية التسجيل¹؛

4-2-متطلبات تعليق الأوراق المالية المسجلة في السوق المالية: قد تتعرض الشركات المقيدة والمخالفة لمتطلبات القيد المعمول

بها، للتعليق أو الشطب لأوراقها المسجلة في السوق، ويمكن تقسيمها إلى ثلاثة أصناف حسب نوع المخالفات على النحو التالي²:

أ-التعليق المؤقت: يوضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط التسجيل في سجل خاص للشركات وبصورة مؤقتة، لإعطائها فرصة تعديل أوضاعها بما يتناسب مع المتطلبات الموضوعية، وذلك خلال مدة زمنية معينة يحددها السوق المالية، وتتم الإشارة إليه على شاشة السوق للتداول؛

ب-التعليق التدريجي: وهو تحويل تسجيل أوراق الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وهذا في حالة عدم تصويب الشركة لما يتطلبه التسجيل الذي كان سببا في التعليق المؤقت خلال مدة الزمنية المحددة لها؛

ج-التعليق الدائم: وهو الشطب النهائي لتسجيل الأوراق المالية للشركة من عملية التداول في السوق؛

ولهيئة السوق المالية التي تشرف على مراقبة السوق أن تقرر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المسجلة لمجموعة من الأسباب نذكرها:³

-في حالة ما إذا تم تخفيض رأس مال الشركة؛

-في حالة اندماج الشركة أو تصنيفها وإعلان إفلاسها؛

-عندما ينخفض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة معينة، تم تحديدها في بعض الأسواق 25% من رأس المال المدفوع؛

-عندما يتوقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 3 أشهر دون ذكر مبررات هذا الموقف؛

-عندما توجد اختلالات في سجلات الشركة؛

-عدم تزويد الشركة هيئة السوق المالية بالتقارير المالية الدورية خلال المدة المحددة للنشر؛

-عندما تتطلب سلامة التعامل داخل السوق، والتي يعود تقديرها إلى هيئة السوق المالية وإدارة السوق المالي بما يحافظ على حقوق المساهمين والمستثمرين؛

-عندما لا تلتزم الشركة بالأنظمة والقوانين واللوائح المطبقة من طرف الجهات المشرفة، وعدم التزامها بشروط التسجيل والإفصاح المطلوبة؛

-عندما تقوم الشركة بممارسة أنشطة لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية(مثل صناعة الخمر، لعب القمار، القروض الربوية، أو أن عائد الورقة المالية يعتمد على التعاملات الربوية لا على أساس مبدأ تحقيق الربح⁴؛

¹ -بوعزة عبد القادر، " إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر" ورقة عمل مقدمة إلى ملتقى " أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد

الجزائري" جامعة ادرار، الجزائر، ص: 14

² - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 91-92

³ - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص:

⁴ - نفس المرجع، ص: 92

المطلب الثاني: أوامر التداول في السوق المالية

تمهيد

تعتبر عملية تداول الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية، من المواضيع الهامة التي تتعلق بعملية انتقال رؤوس الأموال بين الشركات المصدرة للأوراق المالية والمكتبتين فيها، والمتداولين الذين يتداولون هذه الأوراق بالبيع والشراء، وقد حرصت كل التشريعات على تنظيم وضبط القواعد القانونية المتعلقة بتداول الأوراق المالية بشكل تفصيلي محققاً لأهداف السوق المالية لتحقيق أهداف الشركات المدرجة والمستثمرين والمضاربين معاً، وضمانة سلامة مختلف أنواع التعاملات التي تجري على الأوراق المالية العائدة إلى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

إن عملية التداول في السوق المالية لا تكون مباشرة بين المتعاملين بل اشترطت كل التشريعات التي نظمت (التداول) أن يكون من خلال وسطاء متخصصين ذوي خبرة عالية للترخيص لهم بالعمل داخل السوق، ليتولوا عملية التداول بالنيابة على العملاء. وقسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة عناصر رئيسية أولها تحديد مفهوم التداول في السوق المالية، وثانيها أنواع أوامر التداول وثالثها تنفيذ أوامر التداول في السوق المالية والآثار المترتبة عليها.

1-تعريف عقد التداول:

1-1-التعريف اللغوي: التداول يدل على تناقل الشيء من يد إلى يد أخرى، أو من مكان إلى آخر بصورة متتالية، ويكون ذلك حسباً ومعنوياً¹. والتداول مشتق من مادة (دَوَلَ) و (دَوَلَ) بفتح الدال وتدل على انتقال الأشياء كالمالك وقد ورد قوله تعالى: "وَتِلْكَ الْأَيَّامُ نُدَاوِلُهَا بَيْنَ النَّاسِ"².

1-2-التعريف الفقهي والقانوني: للفقهاء القانوني دور هام في تحديد معنى التداول، ولنأخذ ببعض التعريفات ومنها:

التعريف الأول: ((هو التنازل عن السهم للغير دون إتباع حواله* الحق))³.

يبين هذا التعريف أن عقد التداول والمتمثل في نقل ملكية الورقة المالية من المالك إلى الغير، ويعد هذا النقل مفيد ولا يتبع الطرق المدنية الموجودة بحواله الحق.

التعريف الأول: ((جواز لكل مساهم في نقل ملكية أسهمه أو جزء منها للغير أو لأحد المساهمين))⁴.

ويلاحظ من خلال هذا التعريف أنه تكلم عن التداول، وهو يجوز للمساهم أن يتنازل عن الملكية أو جزء منها.

التعريف الثالث: ((حق المساهم في تداول أسهمه بحسب الشكل الذي يصدر فيه السهم))⁵.

يلاحظ من هذا التعريف أن التداول هو حق يتمتع به مالك الورقة، وتداولها يكون حسب الناحية الشكلية التي تصدر بها هذه الأوراق، أي أن السهم إما أن يكون:

-اسمياً: نقل الملكية عن طريق التسجيل في دفاتر الشركة؛

-لحامله: نقل الملكية عن طريق المناوبة اليدوية؛

-أُذُنِيًّا: نقل الملكية عن طريق التظهير؛

وعند فحص هذه التعريفات نجد: استعمال كلمة " التنازل" معبرا عنها "بالتداول"

¹ - أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي المصري، "معجم لسان العرب"، المجلد الأول، الطبعة الثالثة، دار صادر، بيروت، لبنان، 2000، ص: 252.

² - سورة آل عمران، الآية 140

³ - شروق عبد الرحيم، "شرح القانون التجاري المصري الجديد"، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، 2000، ص: 58.

* **الحوالة:** هي انتقال الالتزام سواء كان حقا أو دين من شخص لآخر، فإن كان من دائن إلى آخر نعتبر حواله، حواله حق، وإن كان من مدين إلى آخر نعتبر حواله دين.

⁴ - أحمد محمد حمز، "الشركات التجارية"، النسر الذهبي للطباعة، القاهرة، 2000، ص: 464.

⁵ - عبد الأول عابدين سيبوني، "مبدأ حرية تداول الأسهم في الشركات المساهمة"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 58.

2- مفهوم أوامر التداول الاصطلاحي في السوق المالية

إن صدور أمر التداول من العميل إلى الوسيط المرخص له قانوناً بالعمل في السوق المالية، يعبر عن إرادة ذاتية من العميل إلى الوسيط بإبرام عقد بيع، أو عقد شراء للأوراق المالية المعنية، وللتعبير عن الإرادة لا بد أن تتوفر جملة من الشروط سنتناولها بالتفصيل في هذين العنصرين الأول تعريف لأوامر التداول، والثاني الشروط المطلوبة لصحة أوامر التداول.

2-1- تعريف أوامر التداول: وضعت عدة تعاريف اصطلاحية للتداول نذكر منها:

التعريف الأول: التوكيل الذي يعطيه العميل لأحد الوسطاء من أجل البيع أو الشراء له داخل السوق أوراقاً مالية معينة¹.

التعريف الثاني: هي عبارة عن تفويض خاص يصدر من العميل إلى الوسيط ويلزمه على تنفيذ الأوامر وفقاً لما جاء فيه، ومكان تنفيذ الأمر يكون في السوق المالية إذا كان الأمر يتعلق بأوراق مالية مقيدة فيها، ويتم الموضوع عن عمليات تتعلق بالأوراق المالية وليس على شيء آخر².

التعريف الثالث: ((لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء))³.

التعريف الرابع: هي أوامر يتلقاها الوسطاء من طرف المتعاملين بغرض تنفيذ عمليات بيع أو شراء⁴.

التعريف الخامس: يتم التعامل داخل السوق المالية من خلال أعضاء البورصة (السماسرة ومندوبيهم) عن طريق إصدار أوامر من المستثمرين لهم، ويحدد الأمر نوع الورقة المالية المطلوبة التعامل فيها، وكمياتها، والأسعار الخاصة بالتداول⁵.
ومما تقدم يمكن أن نضع تعريفاً لأوامر التداول وهو:

((الأوامر التي يعطيها العميل للوسيط المرخص له من إدارة السوق، ويتعامل معه داخل السوق المالية، ويلزمه بهذا الأمر لتنفيذ عمليات بيع أو شراء لأوراق مالية مدرجة في السوق وفق الشروط المتفق عليها بناء على التشريعات القانونية والآليات الفنية المعمول بها داخل السوق)).

2-2- شروط أوامر التداول: إن أمر التداول الموجه من العميل إلى الوسيط والمعبر عنه بالرغبة في إبرام عقد بيع أو شراء للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، ويترتب على أمر التداول انعقاد العقد متى تم قبوله من الطرف الآخر مطابقاً للإيجاب (الأمر)، ولهذا هناك شروط يجب أن تتوفر لصحة صدور هذا الأمر منها ما يخص العميل، و الوسيط والأخرى تتعلق بمضمون العقد وهي:

1- أن يكون العميل متمتعاً بالأهلية القانونية كاملة حتى يتمكن من إصدار الأوامر، والقيام بالأعمال التجارية.

نص المشرع المصري (على أن الأهلية التجارية) في المادة (1/11) من قانون التجارة رقم (17 لسنة 1999) يجب أن تكون:

((1- يكون اهلاً لمزاولة التجارة مصرياً كان أو أجنبياً:

أ- من بلغت سنه إحدى وعشرون كاملة، ولو كان قانون الدولة التي ينتمي إليها بجنسيته يعتبر قاصراً في هذه السن.

ب- من أكمل الثامنة عشر بالشروط المقررة في قانون الدولة التي ينتمي إليها بجنسيته، وذلك بعد الحصول على إذن من المحكمة المصرية المختصة)⁶.

وهذا ما يتوافق مع الأحكام الواردة في المادة (44) من القانون المدني التي تقضى بأن "كل شخص بلغ سن الرشد متمتعاً بقواه

1 - محمد يوسف ياسين، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2004، ص: 99.

2 - عبد الباسط كريمة، مصدر سابق ص: 369.

3 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية- الأسهم والسندات-"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 59.

4 - سعداوي يوسف، "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ"، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، 2016، ص: 22.

5 - عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2007، ص: 37.

6 - "قانون التجارة المصري رقم (17)"، الفصل الثاني، التاجر، المادة (1/11)، الجريدة الرسمية العدد 19 (مكرر)، الصادرة بتاريخ 17 مايو 1999، ص: 6، المتصفح عليه بتاريخ

2020/01/13 على الموقع الإلكتروني، "منشورات قانونية (ارشيف رقمي)" <https://manshurat.org>

العقلية، ولم يحجر عليه، يكون كامل الأهلية لمباشرة حقوقه المدنية، وسن الرشد هو إحدى وعشرون سنة ميلادية كاملة¹، وعليه فإن الشخص الذي بلغ إحدى وعشرون سنة كاملة من حقه مزاوله التجارة والتقييد بالالتزامات التجارية، بشرط أن لا يكون قد أصابه عارضا من عوارض الأهلية يعدمها كالجنون والعتة أو ينقصها كالسفه أو الغفلة².

إذا كان العميل شخصا معنويًا (اعتباريًا) فإن أمر التداول يصدر عن ممثله القانوني الذي يجب أن يكون متمتعًا بالأهلية كاملة³.

2- يجب أن يكون رضا العميل لا تشوبه عيوب الإرادة، مثل الإكراه والغلط والتغيير مع الغين، لأنها عيوبًا تجعل العقد متوقفًا على إجازة العميل الذي له الأحقية في إجازة العقد أو نقضه خلال ثلاثة أشهر من تاريخ زوال العيب ويجب أن يقع تحت طائلة عيب الاستغلال، وألا يكون للعميل الحق في المطالبة برفع الغين خلال سنة من تاريخ إبرام العقد وفقًا للقواعد العامة⁴.

3- على العميل أن يمتلك الورقة المالية موضع التداول، قبل أن يصدر أمر بيعها، أكان ذلك مالكا حقيقيا أم مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي، ويجب أن يلتزم الوسيط ويتأكد من كفاية رصيد العميل من الأوراق المالية قبل إدخال أوامر البيع إلى نظام التداول⁵.

-تحديد عملية انتقال الورقة المالية بالطرق التجارية، لا المدينة (الحالة المدنية)؛

-اقتصارهم على ذكر نوع واحد من الأوراق المالية كالأسهل، بدون ذكر السندات والصكوك وغير من الأوراق المالية الحديثة؛

-عدم توضيح آليات التداول داخل سوق الأوراق المالية كعملية المقاصة والتسوية وهي من مميزات سوق رأس المال؛

وبصورة عامة يلاحظ أن الفقهاء قد أجمعت آرائهم على أن عملية التداول للأوراق المالية هي:

-حق يتصرف فيه مالك الورقة المالية حسب القوانين التجارية واللوائح المعمول بها داخل السوق المالي.

3-التعريف التشريعي:

لעقد التداول أهمية كبيرة منظمة داخل السوق المالية، وبدون التشريعات القانونية لا يمكننا من ضبط السوق واستمراره ونموه.

وللقوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية أهمية من حيث متابعة العمليات الفنية لإجراءات التداول وكذا إلى سد كل النقائص القانونية التي تعمل على تنفيذ التداول وعدم تطوره حفاظا عن ذوي المصالح من بائعين ومشتريين.

وفي هذا السياق نجد المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية الأردني رقم (76 لسنة 2002) عرف في مادته (2) عقد التداول ((العقد الذي يتم بموجبه شراء الأوراق المالية وبيعها في سوق الأوراق المالية))^{*}

يلاحظ أن المشرع الأردني قد حدد (العقد) هو الالتزام الذي به تنتقل ملكية الأوراق المالية، أي لابد من وجود طرفي العقد (المستثمر والوسيط) اللذان يعدان محل العقد للأوراق المالية، وهذا ما يعطي للعقد خصوصية من ناحية نوع الأوراق المالية، ومكان تداولها وهي سوق الأوراق المالية.

أما المشرع المصري فلقد بين الأثر المترتب على إبرام عقد التداول خارج سوق الأوراق المالية في المادة (17) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95 لعام 1992) بالنص " لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلا"⁵.

بناء على ما تقدم يمكن أن نعطي تعريفا واضحا يبين حقيقة التداول في سوق رأس المال أكثر شمولية وتحديد ويكون:

¹ - ثروت عبد الرحيم، " القانون التجاري المصري"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، 1999، ص: 171

² - طاهر شوقي مؤمن، " عقد بيع الأوراق المالية في البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2007، ص: 197

³ - نوفل رحمان ملغيط الجبوري، "أوامر التداول في سوق الأوراق المالية"، ورقة بحث منشورة في مجلة العلوم الإنسانية، كلية التربية للعلوم الإنسانية، مجلد 24، العدد 1، مارس 2017، جامعة كركوك، العراق.

⁴ - نفس المرجع.

^{*} تنظيم بورصة عمان للأوراق المالية: قانون المالية رقم 23 لعام 1997، ولواكبة التطورات الحاصلة في مجال البورصة صدر قانون رقم 76 لعام 2002، ثم جاء قانون رقم 18 لعام 2017، الذي ألغى قانون 1997، بموجب المادة (117/أ)، لكنه لم يلغ الأحكام القانونية لقانون 76 لعام 2002، إلا في حالات التعارض مع القانون الجديد.

⁵ - "قانون سوق رأس المال المصري"، رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية، العدد رقم 25 مكرر في 1996/6/22 المطلع عليه يوم 2018/02/20 على الموقع:

<https://www.fra.gov.eg>

التعريف: ((عقد يفوض بمقتضاه المستثمر وسيطا ماليا مخولاً للقيام بالإجراءات القانونية المؤدية إلى انتقال ملكية الورقة المالية مودعة لدى مركز الإيداع من وإلى المستثمر بطريقة يدوية أو الكترونية))¹.

وخلاصة التعريفات الشرعية لتحديد مفهوم العقد هي:

- عملية التداول تتم بواسطة عقد ناقل للملكية الأوراق المالية بمختلف أنواعها؛
- من شروط العقد أنه لا يتم تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية إلا إذا تم إيداعها في الإيداع المركزي، والتسوية للعملية وإتمام عملية المقاصة؛

- يتم إبرام العقد بواسطة وسيط يفوض من طرف المستثمر؛

- يرخص للوسيط من طرف الهيئة العامة لتنظيم ومراقبة السوق لممارسة عمل الوساطة داخل السوق المالي؛

- إمكانية انتقال الملكية إما بواسطة يدوية أو آلية الكترونية؛

4- خصائص عقد تداول الأوراق المالية

لعقد التداول جملة من الخصائص بعضها يشترك مع خصائص العقود الأخرى، وبعضها الآخر يتميز بخصوصية خاصة ويمكن أن نلخصها كما يلي²:

4-1- الخصائص العامة: يشترك عقد التداول مع غيره من العقود التجارية في مجموعة من الخصائص أهمها:

01- عقد تجاري: عقد التداول يندرج تحت طائلة العقود التجارية لأن محل هذا العقد هو من الأسهم والسندات.

02- عقد شكلي*: إن الأصل العام في العقود هو الرضائية، لأنه لا ينعقد إلا برضا الطرفين.

بالنسبة للشركة يأخذ العقد الشكلي، شكل وثائق تعدها الشركة لأجل هذا الغرض وفي هذا الصدد ذهب الفقه المصري³ إلى: عقد التداول هو عقد رضائي وليس شكلي وحجتهم في ذلك أن المشرع لم يلزم طرفي العقد في إفراغ إرادتهما بشكل معين، وإنما يتمتع أطراف عقد التداول بحرية تامة في إبرام العقد حتى في ظل وجود القيود الواردة في النص أعلاه والتي تقيد من هذه الحرية، لأن الهدف الذي هدفه المشرع من هذه القيود هو العمل على حماية الأطراف ذات المصلحة في التعاقد⁴.

03- عقد مفاوضة: تنقسم العقود من حيث حرية التفاوض إلى قسمين: عقود إذعان أو مساومة.

أ- عقود مساومة (مفاوضة): تتساوى المراكز القانونية لأطراف هذه العقود، إذ يحق لكل طرف بأن يضع شروطا لا تخالف مقتضى العقد والقانون. ويحق للطرفين على المفاوضة دون أن يخضع أحدهما لإرادة الطرف الآخر⁵.

ب- عقود الإذعان: فهي أن يستقل أحد أطراف هذا العقد الذي يكون في مركز اقتصادي أقوى من الطرف الآخر بوضع شروطه، ولا يمكن للطرف الآخر مناقشة مثل هذه الشروط فما عليه إلا القبول أو الرفض، وعادة ما يكون عقد الإذعان هو خدمة أو سلعة ضرورية، فيضطر الطرف الضعيف من قبول الشروط، تحقيقا لمصلحة القوى⁶.

¹ - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي، بين التأصيل والتطبيق" (دراسة مقارنة) كلية القانون، دراسة منشورة بالمجلة العلمية المحكمة، جامعة ذي قار، المجلد 21، العدد 4، 2019. المطلاع عليها يوم 2018/11/28 على الموقع الإلكتروني <https://www.iasj.net>

² - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق"، مرجع سابق، ص 176-179

* **العقد الشكلي:** هو العقد الذي يجب لقيامه أن يتخذ رضا العاقدين شكلا معيناً يحدده القانون، ويكون ورقة رسمية في أغلب الأحيان.

³ - سميحة مصطفى القليوبي، "الشركات التجارية"، دار النهضة، الطبعة 3، القاهرة، مصر، 1993، ص: 253

⁴ - عصام أحمد البهجي، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق" الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر 2009، ص: 682

⁵ - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق" مرجع سابق، ص: 180

⁶ - عصمت عبد المجيد بكر، "النظرية العامة للالتزام"، الجزء الأول، منشورات جامعة جيهان الخاصة، الطبعة الأولى، أبريل، العراق، 2011، ص: 87

٤- عقد محدد القيمة¹: تنقسم العقود من حيث الالتزام إلى عقود محددة وعقود احتمالية.

أ-العقد المحدد: يعرف كلا من عاقديه وقت انعقاده مقدار ما يؤخذ وما يعطيه.

ب-العقد الاحتمالي: لا يعرف كلا من عاقديه أو إحدهما مقدار ما يعطيه أو يأخذه.

4-2- الخصائص الفنية أو الذاتية: رغم تشابه عقد التداول مع غيره من العقود في الخصائص العامة إلا أنه ينفرد بمجموعة من

الخصائص الفنية نذكرها:

1-تعدد مراحل إبرامه²: لا يمكن لأطراف العقد سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين من إبرام العقد بأنفسهم حتى إن كانوا متمتعين بكامل الأهلية، ونظرا لحساسية التعامل في سوق الأوراق المالية وخطورته، يجب أن يمر عقد التداول بالمراحل التعاقدية التالية: مرحلة التفويض: يجب على كل مستثمر في السوق المالي أن يفوض وسيط (قانوني).

مرحلة إبرام العقد: يسعى الوسيط المفوض من قبل المستثمر إلى إيجاد وسيط آخر، ويعقد العقد عندما يتلاقى الإيجاب والقبول بين الوسيط المتنازل والوسيط المتنازل إليه.

مرحلة التنفيذ: وهي عملية المقاصة والتسوية.

2-من النظام العام: يعرف النظام العام: "بأنه مجموعة المصالح والأساس للجماعة والأسس التي يقوم عليها كيان المجتمع سواء كانت هذه المصالح والأسس سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية أو خلقية والتي يعترض الإخلال بها كيان المجتمع إلى التصدع والانهيار"³. لقد انقسمت آراء فقهاء القانون إلى اتجاهين مختلفين كل حسب وجهة نظره⁴:

الاتجاه الأول: لا تعتبر الورقة المالية القابلة للتداول من النظام العام، وذلك لوجود قيود قانونية تحد من قابلية الانتقال.

الاتجاه الثاني: وهو ان غالبية الفقهاء القانونيين يعتبرون الورقة المالية من النظام العام وأي قيد يحد من هذا المبدأ يعد ضيقا ومحدودا ولا يجوز أن يرد في عقد التداول.

وعند مناقشة الاتجاهين، يمكن أن نميل إلى الرأي الثاني الذي يعتبر عقد التداول من النظام العام، لأن قابلية السهم للتداول هي من المميزات الأساسية للسهم، ومن خصائص شركات المساهمة، ولا يجوز أن نسلب السهم من هذه المميزات.

3- عقد معاوضة وملزم للجانبين: تتفق جل التشريعات القانونية على أن عقد التداول يعتبر من عقود المعاوضة، أي بمعنى يحصل الوسيط على عمولته مقابل قيامه بعملية إبرام عقد التداول لحساب المستثمر، وعلى هذا الأخير أن يدفع عمولة مقابل حصوله على الخدمات التي يقدمها الوسيط.

4-انعقاد العقد مكان وزمان محددين: أن تحديد مكان العقد له أثر من الناحية القانونية في تحديد المحكمة صاحبة الاختصاص وهي التي تقوم بفض النزاعات والفصل فيها في حالة حدوثها. أما الزمان في عقود التداول يحدد آثار العقد في الوقت الذي تنتقل فيه ملكية الأوراق المالية المتداولة. ويلاحظ من خلال هذه الخاصية أن وجود أسواق مالية منظمة أصبحت تضبط المكان والزمان ومختلف عمليات التداول بلوائح وتنظيمات يجب على الوسطاء الالتزام بها داخل السوق.

5-آليات انتقال الملكية: إن إبرام عقد التداول يترتب عنه مجموعة من الآثار القانونية ومن أهمها نقل ملكية الورقة المالية من المستثمر (المتنازل) إلى المستثمر (المتنازل إليه)، ولا يمكن نقل الملكية بصورة مباشرة، إلا بعد خضوعها إلى إجراءات قانونية منظمة، تتوافق مع قوانين السوق المالية وأنظمتها ولوائحها والتعليمات الملحقه⁵.

1 - عبد المنعم فرج الصدة، "مصادر الالتزام"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1992، ص:110-111

2 - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق" مرجع سابق، ص:179

3 - عبد الباقي البكري، زهير بشير، "المدخل لدراسة القانون"، مكتبة السنهوري، الطبعة الأولى، بغداد، العراق، 2008، ص:21

4 - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق" مرجع سابق، ص:180

5 - محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، نفس المرجع، ص:182

المطلب الثالث: التعاملات داخل سوق الأوراق المالية

تمهيد:

يتطلب الاستثمار الناجح في أنواع الأدوات المالية داخل السوق المالية، ضرورة الفهم الصحيح للآليات الفنية والقواعد التشغيلية في السوق الأولية(الاصدار) والثانوية(التداول) للأوراق المالية.

إن التعامل داخل السوق المالية يتم من خلال أعضاء البورصة (وسطاء أفراداً أو شركات، سماسرة، ومندوبيهم...) وهذا بإصدار من موكلهم المستثمرين ويجب أن يحدد الأمر نوع الورقة المالية، وأسعارها، وكمياتها. إن اهتمامات المستثمر تنصب على كيفية الحصول على التنفيذ الأمثل لتعاملاته داخل السوق أي الوصول إلى أفضل سعر في الشراء والبيع، لتحقيق عائد مستهدف من الأول في تعاملاته داخل السوق المالية.

1- مفهوم أوامر السوق المالية:

للسوق المالية التقليدية أو الإسلامية أوامر للبيع وأخرى للشراء، ولكل منها أنواع متعددة يتم بها التعامل والعمل وفق القوانين واللوائح التنظيمية داخل السوق المالية، وفيما يلي سنقوم بتعريف الأوامر من الجانب اللغوي والاصطلاحي، تم بيان أنواعها.

1-1- التعريف اللغوي للأوامر: الأمر جمع أمر، والأمر: معروف، نقيض النهي، أمره به و أمره، وأمره إيّاه، فأَمَرَ أي قَبَلَ أمره¹. الأمر: فعل يطلب به إنشاء فعل في المستقبل².

1-2- التعريف الاصطلاحي للأوامر: في التعريف الاصطلاحي يراد بالأمر: طلب يصدر من شخص أو جهة ما إلى وسيط بيع أو شراء أوراق مالية معينة في داخل الأسواق المالية³.

2- أنواع أوامر البيع والشراء:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال أوامر يصدرها المستثمرين إلى الوسطاء، أو السماسرة، أو مندوبيهم الموكلين لهم عملية البيع أو الشراء لتنفيذ التعاملات داخل الأسواق المالية، ويمكن أن تتعدد أنواع أوامر الشراء أو البيع حسب حالات السوق صعوداً أو نزولاً، فمثلاً يطلب المستثمر بتنفيذ أمره إما على أساس أفضل سعر سائد في السوق المالية وهذا ما يعرف بأوامر السوق، أو على أساس السعر الذي يحدده وهذا يسمى بأوامر السوق يحدده السعر⁴.

2-1- أوامر السوق (Market Order): يتم تنفيذ أوامر السوق بأكبر سرعة ممكنة عند أفضل سعر سائد في السوق المالية، وتعتبر هذه الأوامر الأكثر شيوعاً في أكبر سوق في العالم ألا وهي بورصة نيويورك⁵.

وهو يقتضي أن يعمل الوسيط على تحصيل أفضل الأسعار للموكل، وهذا بأن يبيع بأعلى الأسعار التي يعرضها طالبو الشراء، في حالة الأمر بالبيع، وأن يشتري بأدنى الأسعار التي يطلبها مريدو البيع، في حالة الأمر بالشراء⁶.

2-2- الأوامر المحدودة (الأسعار) لسعر التنفيذ: وهو الأمر الذي يقوم فيه الموكل بئاعاً أو مشترياً بتحديد السعر الذي يريد أن يقوم به الوسيط، من إبرام للعقد⁷.

وفي هذه الحالة يقوم المستثمر بتحديد مدى السعر الذي يرغب أن يتم به تنفيذ العملية، ففي حالة أوامر الشراء يقوم المستثمر بتحديد

¹ - ابن منظور، "لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 125.

² - جبران مسعود، "الرائد"، معجم لغوي عصري، دار العلم للملايين، الطبعة 7، 1992.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعاون في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ص: 525.

⁴ - عاطف وليم أندروس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها" مرجع سابق، ص: 39.

⁵ - نفس المرجع، ص: 39.

⁶ - مبارك بن سليمان بن محمد آل الشيخ، "أحكام التعاون في الأسواق المالية المعاصرة" مرجع سابق، ص: 530.

⁷ - نفس المرجع، ص: 529.

أقصى سعر يمكن أن يقوم بدفعه في مقابل شراء السهم، ويتم تنفيذ الأمر عند السعر المحدد أو أي مستوى سعري أقل منه في حالة أمر الشراء، وفي حالة أمر البيع المحدد يقوم المستثمر بتحديد السعر الأدنى الذي للسهم المراد بيعه، ويتم تنفيذ الأمر عند هذا السعر أو أي مستويات سعرية أعلى منه¹.

2-3-أوامر متنوعة: تجدر الإشارة إلى أن هناك أشكال لأوامر أخرى مشتقة من الأوامر المحددة أو أوامر السوق ومن أهمها²:

2-3-1-أمر التنفيذ أو الرفض الكامل (All or none orders): البعض يطلق إشارة "كل شيء أو لا شيء"، ويقضي هذا الأمر بتنفيذ الأمر المحدد أو أمر السوق كله أو يرفضه كله.

2-3-2-الأمر البديل (Alternative, or Either/ or, order): وهو أمر يتضمن بديلين مثل البيع أو الشراء عند سعر محدد، أو البيع أو الشراء عند سعر إيقاف.

2-3-3-أمر سعر الاقفال (Al the-close order): وهو أمر سوق ينفذ عند سعر الإقفال أو سعر قريب منه.

2-3-4-أمر سعر الافتتاح (Al-the opening order): وهو أمر سوق أوامر محدد ينفذ عند سعر افتتاح السهم أو لا ينفذ على الإطلاق.

2-3-5-أمر الشراء المتناقص (Buy "Minus" order): وهو أمر سوق أو أمر محدد لشراء كمية محددة من أحد الأسهم شريطة أن لا يكون السعر أعلى من سعر التنفيذ السابق.

2-3-6-أمر البيع بالسعر المتزايد: وهو أمر سوق أو أمر محدد لبيع كمية محددة من الأسهم، شريطة أن يكون السعر أقل من سعر التنفيذ الأخير

2-3-7-أمر التنفيذ الفوري أو الإلغاء (Fill or Kill order): وهو أمر سوق أو أمر محدد يتم تنفيذه بصورة كلية بمجرد وصوله وفي حالة عدم التنفيذ الفوري اعتبر الأمر لاغيا.

2-3-8-أمر التنفيذ المتيسر (Immediate or cancel order): وهو أمر سوق أو أمر محدد يتم تنفيذه كلية أو جزئيا بمجرد وصوله، ويعتبر الجزء الذي لم ينفذ من الأمر لاغيا.

2-4-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time Limit of orders): يقصد بهذا النوع من الأوامر، التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه³. ومنها عدة أنواع نذكر منها:

2-4-1-أوامر محددة بيوم (اليومية) (Day order): هي الأمر الذي يبقى ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، ويعد هذا النوع من الأوامر الأكثر شيوعا، وغالبا ما يبنى على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية⁴.

2-4-2-الأوامر الأسبوعية والأوامر الشهرية (Week order, Month order):⁵: إن الأمر الذي مدته أسبوع، ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه أما الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.

2-4-3-الأمر المفتوح (open order): يشار إلى الأمر المفتوح بـ (GTC) Good-Till Canceled، وهو الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه.

2-5-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: ومنها الأنواع الآتية:

¹ - عاطف وليم أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، مرجع سابق، ص: 40

² - نفس المرجع، ص: 40

³ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2014، الطبعة السابعة، ص: 128

⁴ - نفس المرجع، ص: 129

⁵ - نفس المرجع، ص: 129

2-5-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بما تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ خلال فترة معينة غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال الفترة المعينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر، ومزايا الأوامر المحددة للزمن¹.

2-5-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: هو ذلك الأمر لا يحدد له فترة زمنية معينة للتنفيذ، إلا أنه يشترط إتمام الصفقة عندما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه².

2-6- الأوامر الخاصة:

هناك أنواع من الأوامر الخاصة من أهمها: أوامر الإيقاف، وأوامر الإيقاف المحددة، وأوامر الإيقاف حسب ما تقتضيه الأحوال وظروف السوق.

2-6-1- أوامر الإيقاف (Stop orders):³ هي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها وفي هذا الصدد يوجد نوعان من أوامر الإيقاف أوامر تتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء وهي :

أ- أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع (Stop-Loss order): يصبح لزاماً على السمسار (الوسيط المفوض) أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

ب- أوامر الإيقاف المتعلق بالشراء (Stop-Buy order): يجب على السمسار أن يقوم بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها وبناء على ما ذكر في ما يخص أوامر الإيقاف بالبيع يكون السعر المحدد أقل من سعر السوق، أما فيما يخص أمر الإيقاف للشراء حيث يكون السعر المحدد أعلى من سعر السوق.

كما نعتبر أوامر الإيقاف أداة للحد من الخسائر وحماية الأرباح التي قد يتعرض لها المستثمر، فهي تعفيه من مراقبة حركة السوق طوال اليوم، بهدف حماية استثماراته⁴.

2-6-2- أوامر الإيقاف المحدد (Stop-Limit order): تعالج أوامر الإيقاف المحدد عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي أوامر الإيقاف المحدد يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع، وحداً أعلى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه⁵.

2-6-3- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: هو أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل، والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أو بيع، وتوقيت تنفيذها، ومن مزايا هذا الأمر التنفيذ حسب الأحوال وإعطاء قد كبير من المرونة للسمسار، كما يمكنه التصرف بسرعة لإغتنام الفرص المناسبة دون انتظار لأوامر محددة من العميل⁶.

¹ - نفس المرجع، ص: 130

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 130

³ - نفس المرجع، ص: 131

⁴ - عاطف وليام أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها" مرجع سابق، ص: 45

⁵ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 133

⁶ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سابق، ص: 134

المبحث الثالث: المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية

تمهيد

يتضمن هذا المبحث الى أهم المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية من حيث البحث والتنظير، وصناعة الأدوات المالية الإسلامية، وفي آخره نتطرق الى تجربة سوق دبي المالي بدولة الامارات العربية المتحدة، في إنشاء وتنظيم وتسيير السوق المالي، وقسم الى ثلاثة مطالب:

المطلب الاول: مجتمعات الفقه والهيئات والمجالس الإسلامية

المطلب الثاني: مجالس الخدمات المالية الإسلامية

المطلب الثالث: تجربة سوق دبي بدولة الامارات العربية المتحدة

المطلب الأول: مجتمعات الفقه والهيئات والمجالس الإسلامية

تمهيد:

لتقوية تنافسية المعاملات المالية الإسلامية أنشأت عدة مجتمعات فقهية وهيئات ومجالس تهدف الى ضبط كل التعاملات والوسائل المالية الى أحكام الشريعة الإسلامية، وتوحيد الفتاوى الفقهية، والمعايير الفنية للأدوات المالية الإسلامية، وسندكر اهمها :

1-مجمع الفقه الاسلامي الدولي-IIFA-(International Islamic Fiqh Academy)

1-1-1- تأسيس مجمع الفقه الاسلامي الدولي¹:

جاء تأسيس مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي تنفيذاً لقرار صادر عن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث الذي انعقد في مكة المكرمة 1981 حيث جاء نص القرار كما يلي: ((إن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث "دورة فلسطين القدس" المنعقد في مكة المكرمة بالمملكة العربية السعودية في الفترة من 19 إلى 22 ربيع الأول 1401هـ الموافق من 25 إلى 28 يناير 1981م، يقرر:



1- إنشاء مجمع يسمى (مجمع الفقه الإسلامي) يكون أعضاؤه من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى

مجالات المعرفة من فقهية وثقافية وعلمية واقتصادية من أنحاء العالم الإسلامي لدراسة مشكلات الحياة المعاصرة والاجتهاد فيها اجتهداً أصيلاً فاعلاً بهدف تقديم الحلول النابعة من التراث الإسلامي والمنفتحة على تصور الفكر الإسلامي لتلك المشكلات.

تكليف الأمين العام للمنظمة بالتشاور مع رابطة العالم الإسلامي لاتخاذ اللازم نحو وضع النظام الأساسي لهذا المجمع وتقديمه لمؤتمر وزراء الخارجية الإسلامي القادم لدراسته واتخاذ الإجراءات اللازمة نحو إقراره.))

وقد أقر المؤتمر الثالث عشر لوزراء الخارجية النظام الأساسي لمجمع الفقه الإسلامي، والذي عقد في نيامي عاصمة النيجر في الفترة 3-7 ذو القعدة 1402هـ الموافق 22-26 أغسطس 1982، ودعاً إلى عقد مؤتمر تأسيسي عام للمجمع في مكة المكرمة يتم إقرار النظام فيه، بعد الاطلاع على أي ملاحظات عليه من الدول الأعضاء، وقد عقد المؤتمر التأسيسي لمجمع الفقه الإسلامي بمكة المكرمة في الفترة 26-28 شعبان 1403هـ الموافق 7-9 يونيو 1983م، وجاء في مطلع التقرير العام وقرارات المؤتمر التأسيسي للمجمع القول:

-بإنعقاد المؤتمر التأسيسي أصبح مجمع الفقه الإسلامي إحدى الهيئات المنبثقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي تنفيذاً للقرار رقم 8/3-ث(ق-أ) الذي أصدره مؤتمر القمة الإسلامي الثالث المنعقد في مكة المكرمة والطائف بالمملكة العربية السعودية، فيما بين 19 و 22 من شهر ربيع الأول 1401هـ (25-28 من شهر يناير 1981م) وهو القرار الذي قضى بإنشاء المجمع.

وعقد المجمع دورته الأولى في 26 صفر 1405هـ الموافق 19 نوفمبر 1984م والتي كانت دورة تنظيمية وتخطيطية لعمل المجمع المستقبلي، وقد تم إدخال بعض التعديلات على النظام الأساسي واعتمد بشكله النهائي. وطلب المؤتمر التأسيسي عقد الدورة الأولى للمجمع في فترة لا تتجاوز الخمسة أشهر، وقام باعتماد الميزانية التقديرية الأولى للأمانة العامة للمجمع والتي بلغت 2,274,060 دولار أمريكي بمساهمات اعتمدت من الدول الأعضاء مع الدعوة للتبرع بسخاء للمجمع.

1-1-2- قرار المجمع بشأن الأسواق المالية الإسلامية²:

في الخميس 14 مايو 1992 قرار رقم: 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة

¹ - تأسيس المجمع، المطلاع عليها يوم 25 جانفي 2020، على موقع المجمع الفقهي الاسلامي: <https://iifa-aifi.org/ar>

² - منظمة التعاون الإسلامي، مجمع الفقه الاسلامي، قرارات بشأن الأسواق المالية، المطلاع عليها يوم 2020/01/28 على الموقع الالكتروني: <https://iifa-aifi.org/ar>

1412 الموافق 9 - 14 أيار (مايو) 1992م، بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع: "الأسواق المالية"

الأسهم، الاختيارات، السلع، بطاقة الائتمان، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، قرر ما يلي:

1- الأسهم:

1-الإسهام في الشركات:

أ- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز.

ب- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

2-ضمان الإصدار (UNDERWRITING): هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من

الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعاً،

إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه - غير

الضمان - مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

3-تقسيت سداد قيمة السهم عند الاكتتاب: لا مانع شرعاً من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقية

الأقساط، لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه، والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذور لأن هذا يشمل

جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين

مع الشركة.

4-السهم لحامله: بما أن المبيع في (السهم لحامله) هو حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا

الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها.

5-محل العقد في بيع السهم: إن محل التعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة وشهادة السهم عبارة عن

وثيقة للحق في تلك الحصة.

6-الأسهم الممتازة: لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها

عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح.

ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية.

7-التعامل في الأسهم بطرق ربوية:

أ- لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم، لما في ذلك من الربا وتوثيقها بالرهن وهما

من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكتبه وشاهديه.

ب- لا يجوز أيضاً بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعداً من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم، لأنه من بيع ما لا يملك

البائع، ويقوى المنع إذا اشترط إقباض الثمن للسمسار لينتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل الإقراض.

8-بيع السهم أو رهنه: يجوز بيع السهم أو رهنه مع مراعاة ما يقضي به نظام الشركة، كما لو تضمن النظام تسويق البيع مطلقاً أو

مشروطاً بمراعاة أولوية المساهمين القدامى في الشراء، وكذلك يعتبر النص في النظام على إمكان الرهن من الشركاء برهن الحصة المشاعة.

9-إصدار أسهم مع رسوم إصدار: إن إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت

هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً.

10-إصدار أسهم بعلاول إصدار أو حسم (خصم) إصدار: يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة

الحاضرة للأسهم القديمة حسب تقويم الخبراء لأصول الشركة، أو بالقيمة السوقية.

11°-ضمان الشركة شراء الأسهم: يرى المجلس تأجيل إصدار قرار في هذا الموضوع لدورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

12°-تحديد مسؤولية الشركة المساهمة المحدودة: لا مانع شرعاً من إنشاء شركة مساهمة ذات مسؤولية محدودة برأس مالها، لأن ذلك معلوم للمتعاملين مع الشركة وبحصول العلم ينتفي الغرر عمن يتعامل مع الشركة.

كما لا مانع شرعاً من أن تكون مسؤولية بعض المساهمين غير محدودة بالنسبة للدائنين بدون مقابل لقاء هذا الالتزام. وهي الشركات التي فيها شركاء متضامنون وشركاء محدودو المسؤولية.

13°-حصر تداول الأسهم بسماسرة مرخصين، واشتراط رسوم للتعامل في أسواقها: سماسرة مخصصين يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظم تداول بعض الأسهم بأن لا يتم إلا بواسطة ومرخصين بذلك العمل لأن هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة. وكذلك يجوز اشتراط رسوم لعضوية التعامل في الأسواق المالية لأن هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة.

14°-حق الأولوية: يرى المجلس تأجيل البت في هذا الموضوع إلى دورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

15°-شهادة حق التملك: يرى المجلس تأجيل البت في هذا الموضوع إلى دورة قادمة لمزيد من البحث والدراسة.

2- الاختيارات:

أ-صورة عقود الاختيارات: إن المقصود بعقود الاختيارات هو الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أوفي وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين.

ب-حكمها الشرعي: إن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية - هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة.

وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها.

3- التعامل بالسلع والعملات والمؤشرات في الأسواق المنظمة:

1°- السلع: يتم التعامل بالسلع في الأسواق المنظمة بإحدى أربع طرق هي التالية:

الطريقة الأولى: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع وجود السلع أو إيصالات ممثلة لها في ملك البائع وقبضه، وهذا العقد جائز شرعاً بشروط البيع المعروفة.

الطريقة الثانية: أن يتضمن العقد حق تسليم المبيع وتسلم الثمن في الحال مع إمكانهما بضمان هيئة السوق. وهذا العقد جائز شرعاً بشروط البيع المعروفة.

الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً بالتسليم والتسلم، وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز، وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها.

الطريقة الرابعة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً.

2°- التعامل بالعملات: يتم التعامل بالعملات في الأسواق المنظمة بإحدى الطرق المذكورة في التعامل بالسلع.

ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة.

أما الطريقتان الأولى والثانية فيجوز فيهما شراء العملات وبيعها بشرط استيفاء شروط الصرف المعروفة.

3- التعامل بالمؤشر: المؤشر هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية، ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقاومة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

4- البديل الشرعي للمعاملات المحرمة في السلع والعملات:

ينبغي تنظيم سوق إسلامية للسلع والعملات على أساس المعاملات الشرعية وبخاصة بيع السِّلَم، والصرف، والوعد بالبيع في وقت آجل، والاستصناع، وغيرها.

ويرى المجمع ضرورة القيام بدراسة وافية لشروط هذه البدائل وطرائق تطبيقها في سوق إسلامية منظمة.

2- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹ - A.A.O.I.F.I

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution



2-1- تعريف بالهيئة: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) هي منظمة دولية غير هادفة للربح تعمل على إعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل، والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم، وهي تعد من أكبر الهيئات اعتماداً من طرف أغلب الدول العربية والإسلامية، كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني (وخاصة برنامج المحاسب القانوني الإسلامي وبرنامج المراقب والمدقق الشرعي) لتكوين كوادر من الموارد البشرية المتخصصة التي تعمل على رفع مستوى الصناعة التأمينية التكافلية الإسلامية، وتطوير هياكل ضوابط الحوكمة لدى مؤسساتها.

7-2- التأسيس: تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990م في الجزائر، وقد تم تسجيل الهيئة في 27 مارس 1991م في النمامة بمملكة البحرين. وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصلة الاعتبارية حول العالم (200 عضو من أكثر من 45 بلداً، وهم في زيادة مستمرة) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. وقد حصلت الهيئة على الدعم الكبير لتطبيق المعايير الصادرة عنها من عدة دول، حيث تعتمد هذه المعايير اليوم في مملكة البحرين، ومركز دبي المالي العالمي، وسلطنة عمان، والمملكة الأردنية الهاشمية، ولبنان وقطر والسودان وسوريا. كما أن الجهات المختصة في أستراليا وأندونيسيا وماليزيا وباكستان والمملكة العربية السعودية وجنوب أفريقيا أصدرت أدلة إرشادية مستمدة من معايير الهيئة وإصداراتها من أجل العمل بها.

2-3- الهيكل التنظيمي: تتكون الجمعية العمومية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية من جميع الأعضاء المؤسسين والأعضاء المشاركين والأعضاء المؤازرين والأعضاء المراقبين والأعضاء الممثلين لجهات إشرافية ورقابية، ويحق للأعضاء المراقبين والمؤازرين حضور اجتماعاتها دون حق التصويت، وتعتبر الجمعية العمومية السلطة العليا في الهيئة وتجتمع مرة في السنة على الأقل، وينبثق عنها مجلس الأمناء الذي ينقسم بدوره إلى ثلاث أقسام:

1- مجلس معايير المحاسبة والمراجعة: الذي يقسم بدوره إلى لجنة معايير المحاسبة ولجنة معايير المراجعة والضوابط

2- المجلس الشرعي: الذي يتكون من أعضاء لجنة المراجعة والصياغة إضافة إلى لجان المعايير الشرعية الثلاث.

3- الأمانة العامة.

2-4- أهداف الهيئة: تهدف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية إلى ما يلي:

¹ - معلومات مطلع عليها على الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، بتاريخ 2020/01/28: <https://aaofii.com>

- 1- تطوير فكر المحاسبة والمراجعة والمجالات المصرفية ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية.
 - 2- نشر فكر المحاسبة والمراجعة المتعلقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية وتطبيقاته عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث والتقارير وغير ذلك من الوسائل.
 - 3- إعداد وإصدار معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وتفسيرها للتوفيق ما بين الممارسات المحاسبية التي تتبعها المؤسسات المالية الإسلامية في إعداد قوائمها المالية وكذلك التوفيق بين إجراءات المراجعة التي تتبع في مراجعة القوائم المالية التي تعدها المؤسسات المالية الإسلامية.
 - 4- مراجعة وتعديل معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لتواكب التطور في أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية والتطور في فكر وتطبيقات المحاسبة والمراجعة.
 - 5- إعداد وإصدار ومراجعة وتعديل البيانات والإرشادات الخاصة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية فيما يتعلق بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين.
 - 6- السعي لاستخدام وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة والبيانات والإرشادات المتعلقة بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين، التي تصدرها الهيئة، من قبل كل من الجهات الرقابية ذات الصلة والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها ممن يباشر نشاطا ماليا إسلاميا ومكاتب المحاسبة والمراجعة.
- 2-5- شهادات التكوين للهيئة: تقوم هيئة المحاسبة والمراجعة في المؤسسات المالية الإسلامية حالياً بمنح شهادتين مهنتين الأولى هي محاسب قانوني إسلامي وهي تعنى بالقسم المحاسبي للعمل في الشركات المالية التي تخضع للشرعية الإسلامية. أما الشهادة الثانية فهي مراقب ومدقق شرعي وهي تعنى بضمان مطابقة عمل الشركة مع المبادئ والمعايير والفتاوى الشرعية.

المطلب الثاني: مجالس الخدمات المالية الإسلامية

تمهيد:

كما دُعِمت المالية الإسلامية بعدد كبير من المحاسن والهيئات الإسلامية التي عملت على ابتكار أدوات مالية إسلامية وإنشاء أساليب وطرق وعمليات فنية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، نذكر منها:

1-مجلس الخدمات المالية الإسلامية-ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD



1-1-معلومات أساسية¹: مجلس الخدمات المالية الإسلامية يقع مقره في كوالالمبور بماليزيا، افتتح في 3 نوفمبر عام 2002، وبدأ عمله في 10 مارس عام 2003، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بوصفه هيئة دولية واضحة للمعايير للهيئات التنظيمية والرقابية، التي لها مصلحة مباشرة في ضمان سلامة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية التي تضم بصفة عامة قطاعات المصرفية، وأسواق رأس المال، والتأمين. وفي إطار تأدية مهامه، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية تتسم بالدقة والشفافية، من خلال إصدار معايير جديدة، أو تكييف المعايير الدولية القائمة المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والتوصية باعتمادها. يعد عمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية كمكماً لعمل لجنة بازل للرقابة المصرفية، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، والاتحاد الدولي للمشرفين على التأمين.

بلغ عدد أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية حتى شهر يونيو 2020، 187 عضواً، يمثلون 79 سلطة تنظيمية ورقابية، و9 منظمات حكومية دولية، و99 مؤسسة فاعلة في السوق (المؤسسات المالية والشركات المهنية والاتحادات النقابية)، يعملون في 57 دولة. وسنت ماليزيا البلد المستضيف لمجلس الخدمات المالية الإسلامية، قانوناً يعرف باسم قانون مجلس الخدمات المالية الإسلامية لعام 2002، ويعطي هذا القانون مجلس الخدمات المالية الإسلامية الحصانات والامتيازات التي تمنح في العادة للمنظمات الدولية والبعثات الدبلوماسية.

1-2-مهام مجلس الخدمات المالية الإسلامية: وجدت الهيئة لأجل وضع النظم القانونية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية معززة بمعايير فنية تعمل على خلق مرونة ديناميكية في الأدوات المالية الإسلامية وتحريها من قيود النظام الربوي، كما تعمل على خلق هيئات نظامية رقابية تنظمها اللوائح العامة الداخلية، وتحدد مهامها وآليات عملها، حتى تمكنها من مراقبة مدى تطبيق الشريعة الإسلامية في مختلف التعاملات المالية المعاصرة، وهذا ضماناً على استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية في قطاعات المصارف، وأسواق رأس المال، والتأمين(التكافلي). كما يعمل المجلس على تطوير صناعة الخدمات المالية، تتسم بالحصانة والشفافية، من خلال إصدار المعايير الجديدة أو تكييف المعايير الدولية القائمة المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والتوصية باعتمادها².

1-3-أهداف مجلس الخدمات المالية الإسلامية³: للمجلس جملة من الأهداف توضحها المادة (4) من ميثاق مجلس الخدمات المالية الإسلامية المعدل في أكتوبر 2013 كالآتي:

1- العمل على تطوير خدمات مالية إسلامية، من خلال تقديم معايير جديدة أو ملائمة معايير دولية قائمة، متوافقة من ناحية النسق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

2- تقديم الإرشاد حول آليات الإشراف والرقابة الفعالة للمؤسسات التي تقدم منتجات مالية إسلامية.

¹ - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، معلومات أساسية، المطلع عليها يوم 2020/08/02 : <https://www.ifsb.org>

² - نفس المرجع.

³ - نفس المرجع.

- ٣- تطوير معايير لصناعة الخدمات الإسلامية للمساعدة في تحديد، وقياس، وإدارة المخاطر، والإفصاح عنها، مع الأخذ في الاعتبار المعايير الدولية المعنية لاسيما حسابات الدخل والنفقات.
- ٤- التواصل والتعاون مع المنظمات الدولية المختلفة، التي تضع حالياً معايير لاستقرار وتقوية الأنظمة النقدية والمالية الدولية، إضافة إلى التواصل والتعاون مع منظمات الدول الأعضاء.
- ٥- تحسين وتنسيق المبادرات الرامية إلى تطوير الآليات والإجراءات، التي تساعد على القيام بالعمليات، خاصة إدارة المخاطر.
- ٦- تأسيس قاعدة بيانات للمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية وخبراء صناعة الخدمات المالية الإسلامية.
- ٧- إعداد الأبحاث، ونشر الدراسات، والاستطلاعات عن صناعة الخدمات المالية الإسلامية.
- ٨- تشجيع التعاون بين الدول الأعضاء في تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية.
- ٩- العمل على تدريب وتنمية مهارة الموارد البشرية، فيما يتعلق بالرقابة الفعالة لصناعة الخدمات المالية الإسلامية.
- ١٠- أي أهداف أخرى قد توافق عليها الجمعية العامة لمجلس الخدمات المالية الإسلامية من وقت لآخر.
- كما يساهم مجلس الخدمات المالية الإسلامية بشكل فعال في تعزيز الوعي بالقضايا التي لها صلة أو أثر على تنظيم صناعة الخدمات المالية الإسلامية والإشراف عليها. ويتم تأدية هذا الدور بشكل أساس من خلال عقد المؤتمرات، والندوات، وورش العمل، والدورات التدريبية، واللقاءات، والحوارات الدولية التي تقام في العديد من البلدان¹.
- 1-4- اعتماد معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية:** منذ إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية، تم إصدار ثلاثين معياراً، ومبدأً إرشادياً، وملاحظة فنية، خاصة بصناعة الخدمات المالية الإسلامية، وقد غطت هذه الإصدارات المجالات الآتية²:
- ١- (المعيار رقم 1) إدارة المخاطر. ٢- (المعيار رقم 2) كفاية رأس المال. ٣- (المعيار رقم 3) الضبط المؤسسي.
- ٤- (المعيار رقم 4) الشفافية وانضباط السوق. ٥- (المعيار رقم 5) عملية المراجعة الإشرافية.
- ٦- (المعيار رقم 6) الضبط المؤسسي لبرامج الاستثمار الجماعي. ٧- قضايا خاصة في كفاية رأس المال (المعيار رقم 7)
- ٨- (المعيار رقم 8) المبادئ الإرشادية لضوابط التأمين التكافلي.
- ٩- (المعيار رقم 9) سلوكيات العمل للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية.
- ١٠- (المعيار رقم 10) المبادئ الإرشادية لنظام الضوابط الشرعية. ١١- (المعيار رقم 11) معيار متطلبات الملاعة للتأمين التكافلي.
- ١٢- (المعيار رقم 12) المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر السيولة. ١٣- (المعيار رقم 13) المبادئ الإرشادية لاختبارات الضغط.
- ١٤- (المعيار رقم 14) معيار إدارة المخاطر لشركات التكافل (التأمين الإسلامي).
- ١٥- (المعيار رقم 15) المعيار المعدل لكفاية رأس المال.
- ١٦- (المعيار رقم 16) الإرشادات المعدلة للعناصر الأساسية لعملية المراجعة الإشرافية.
- ١٧- (المعيار رقم 17) المبادئ الأساسية لتنظيم التمويل الإسلامي (القطاع المصرفي)
- ١٨- (المعيار رقم 18) المبادئ الإرشادية لإعادة التكافل (إعادة التأمين الإسلامي)
- ١٩- الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. (المبادئ الإرشادية رقم 1)
- ٢٠- (المبادئ الإرشادية رقم 2) الإرشادات المتعلقة بإدارة المخاطر ومعايير كفاية رأس المال: معاملات المراجعة في السلع.
- ٢١- (المبادئ الإرشادية رقم 3) الإرشادات المتعلقة بممارسة دعم دفع الأرباح لأصحاب حسابات الاستثمار.
- ٢٢- (المبادئ الإرشادية رقم 4) الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال: تحديد عامل "ألفا" في نسبة كفاية رأس المال.

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، معلومات أساسية، المطلع عليها يوم 2020/08/02 - <https://www.ifs.org>

² اعتماد المعايير، نفس المرجع

- 23- (المبادئ الإرشادية رقم 5) الإرشادات المتعلقة بالاعتراف بالتصنيفات الصادرة عن مؤسسات تقييم ائتماني خارجية لشركات التكافل وإعادة التكافل.
- 24- (المبادئ الإرشادية رقم 6) التدابير الكمية لإدارة مخاطر السيولة. 25- (الملاحظة الفنية رقم 1) تطوير أسواق المال الإسلامية.
- 26- (الملاحظة الفنية رقم 2) اختبارات الضغط.
- 27- (المعيار رقم 19) المبادئ الإرشادية الخاصة بمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي
- 28- (المعيار رقم 20) العناصر الأساسية في عملية المراجعة الإشرافية لشركات التكافل وإعادة التكافل (قطاع التأمين الإسلامي)
- 29- (المعيار رقم 21) المبادئ الأساسية لتنظيم التمويل الإسلامي (قطاع سوق رأس المال الإسلامي)
- 30- (المعيار رقم 22) المعيار المعدل للإفصاحات الرامية إلى تعزيز الشفافية وانضباط السوق للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (القطاع المصرفي)
- 31- (الملاحظة الفنية رقم 3) الشمول المالي والتمويل الإسلامي
- 32- (المبادئ الإرشادية رقم 7) تسهيلات المسعف الأخير المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها
- علمًا أن المعايير التي يحددها مجلس الخدمات المالية الإسلامية تتبع إجراءات مطولة، تم تحديدها في وثيقة "إرشادات وإجراءات إعداد المعايير والمبادئ الإرشادية" التي تشمل من بين أمور أخرى، إصدار مسودة للمشروع، وعند الضرورة، عقد جلسات استماع عمومية.
- 2- الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة: -Islamic Liquidity Management- ILM-



- 2-1- نشأة ونظام الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة¹: تم تأسيس هذه الهيئة عام 2011م، ومقرها بكوالمبور ماليزيا، بواسطة أعضائها من المؤسسات والبنوك المركزية في عدد من الدول الإسلامية، وقد وصل عددها إلى عشرة بنوك مركزية، وذلك بهدف إنشاء آليات مالية قصيرة الأجل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ لتسهيل إدارة السيولة بأكبر قدر ممكن من الكفاءة والفعالية، وذلك لخدمة المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، وترغب الهيئة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة، والشركة المصدرة، في تأسيس وإنشاء برنامج إصدار شهادات أمانة قصيرة الأجل، مدعومة سيادياً من قبل أعضاء الهيئة، ويبرم الاتفاق بين الشركة المصدرة وهي شركة (BNP Paribas - بي.ان.بي.باريباس - لخدمات الائتمان هونج كونج المحدودة)*، وصندوق الهيئة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة.

¹ - الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة، المتصفح يوم 2020/01/23 على الموقع: <http://www.iilm.com>

* بي إن بي باريبا-BNP Paribas: هي مجموعة بنكية عالمية فرنسية مقرها الرئيس في باريس، ولديها مقر عالمي آخر في لندن. وقد نشأت المجموعة على إثر اندماج بنك باريس الوطني (Banque Nationale de Paris BNP) مع باريبا (Paribas) عام 2000، وفي أبريل 2009 قامت مجموعة بي إن بي باريبا بشراء حصة 75% من بنك- فورتيس Fortis Bank - البلجيكي، وهو ما جعل من بي إن بي باريبا أكبر بنك في منطقة اليورو من حيث الودائع. وفي عام 2011 كان بي إن بي باريبا هو أكبر بنك في العالم من حيث الحجم الإجمالي للأصول التي بلغت 2.670 تريليون دولار. وقد بلغت إيرادات المجموعة عام 2010 حوالي 43.88 مليار يورو، وحقت حينها أرباحاً صافية بلغت حوالي 7.8 مليار يورو. المجموعة تعمل في عدة قطاعات استراتيجية تتراوح بين الخدمات المصرفية للأفراد والخدمات المصرفية الاستثمارية والحلول الاستثمارية (والتي تشمل مثلاً إدارة الأصول، والخدمات العقارية وغيرها). (هناك أربعة أسواق محلية لمجموعة بي إن بي باريبا وهي فرنسا، إيطاليا، بلجيكا، ولوكسمبورغ. كما أن لديها عمليات تجزئة كبيرة في الولايات المتحدة وبولندا وتركيا وأوكرانيا، وشمال أفريقيا، فضلاً عن عمليات مصرفية استثمارية واسعة النطاق في نيويورك، ولندن، وهونغ كونغ، وسنغافورة.

3-المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية¹:



3-1- نشأة المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية : منظمة دولية تأسست عام 2001 بموجب مرسوم ملكي من حكومة مملكة البحرين، مقرها الرئيسي في مملكة البحرين، وهو عضواً تابعاً لمنظمة التعاون الإسلامي (OIC). ويمثل المجلس العام المظلة الرسمية للصناعة المالية الإسلامية على مستوى العالم، ويهدف إلى دعم وتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية وحمايتها، ودعم التعاون بين الأعضاء والمؤسسات المالية الأخرى ذات الاهتمام والأهداف المشتركة. حيث يضم المجلس العام في عضويته أكثر من 130 مؤسسة مالية، موزعة على أكثر من 34 دولة، تضم أهم الناشطين في السوق المالية الإسلامية، ومؤسسات دولية متعددة الأطراف، وجمعيات مهنية في الصناعة، ويعرف بأنه أحد المنظمات واللبنات الرئيسة في بنية المالية الإسلامية.

3-2- أهداف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية :

ويهدف المجلس العام إلى دعم وتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية التي تحقق الاقتصاد الحقيقي ومقاصد الشريعة من خلال تمثيلها والدفاع عنها فيما يخص السياسات الرقابية والمالية والاقتصادية التي تصب في المصلحة العامة للأعضاء. وعليه، تستند مبادرات المجلس العام على الأهداف الاستراتيجية التالية:

1- دعم القيمة المضافة للصيرفة الإسلامية والسياسات والنظم الرقابية،

2- تشجيع البحث والابتكار؛

3- التأهيل والتمكين المهني؛

4-الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف²-Islamic International Rating Agency:



4-1- النشأة والمؤسسين للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

تأسست الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف كشركة مساهمة مقرها البحرين، برأسمال مصرح قدره 10 مليون دولار بدعوة من البنك الإسلامي للتنمية في المنامة عام 2000، انطلقت عام 2006 من مملكة البحرين، ويمتلك البنك 42 % من رأسمال الوكالة، وساهم معها عدد من البنوك الإسلامية، ومؤسسات التصنيف الائتماني بنسب متفاوتة على النحو التالي:

11 %: بنك البحرين الإسلامي، بيت التمويل الكويتي، و بنك أبو ظبي الإسلامي، وشركة التكافل المالية.

5 %: مجموعة البركة الإسلامية.

3,5 % : وتملك شركة "جيه.سي.آر" الباكستانية للتصنيف.

2 %: شركة "كايتال انتلجنس" القبرصية.

وتتوزع النسبة المتبقية على عدد من الشركات والمؤسسات المالية ووكالات التصنيف.

1- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، معلومات حول المجلس، المطلع عليها يوم 2020/08/08 على موقع المجلس: <https://www.cibafi.org>

2 - معلومات مطلع عليها على الموقع الرسمي للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف يوم 2020/01/17 <https://www.arabnak.com>

ويعد من الرعاة الرئيسيون للوكالة الإسلامية للتصنيف الائتماني كل من "بنك التنمية الإسلامي" ومقره بجدة، و"المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص"، إضافة إلى مؤسسات إقليمية كبيرة مثل "بنك أبوظبي الإسلامي" و"بنك البحرين الإسلامي" و"بنك دبي الإسلامي" ومجموعة أركايتا البحرينية للإستشارات المالية".

4-2- أهدافها: وكان هدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي، وذلك عبر توفير تقوم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد.

-تقدم الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف نوعين من التصنيف، هما:

1-تصنيف فني ائتماني: الغاية منه إبراز القوة والملاءة المالية للمصرف الإسلامي ومنتجاته.

2-تصنيف شرعي: الغاية منه إبراز مدى موافقة المصرف الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية، والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.

-الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف وكالة متخصصة في تصنيف المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتحديد مدى اعتمادها على مؤسسات مالية دولية تقليدية.

- تقوم بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك، للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان، بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والبنوك والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم. لذلك تهدف الوكالة إلى:

- تصنيف الكيانات العامة والخاصة؛

- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن خسائر الكيان المصنف المحتملة مستقبلاً؛

-إجراء تقييم مستقل عن مدى اتفاق المنشأة أو الأداة المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛

- نشر البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير سوق رأس المال الإسلامية؛

- أن تكون أداة فاعلة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية؛

- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية؛

- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية الإسلامية بما يضفي القوة والشفافية على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها؛

- تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي؛

وبناءً على ما على الأهداف المذكورة سابقاً، نجد تهدف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف تهدف إلى مساعدة المصارف الإسلامية على تطوير أعمالها وإمكانية طرح أوراقها في السوق الدولية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل هذه الوكالة، بصورة خاصة مع المصارف الأجنبية، كما تعمل للوصول إلى الشفافية المطلوبة على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها من تقييم حجم المخاطر التي تواجهها.

-و من أجل جعل التصنيف الذي تصدره الوكالة معتمداً ومعمول به على المستوى الدولي، تهدف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف لجذب وكالات التصنيف العالمية مثل "ستاندرد آند بورز" أو "موديز"، ليكون لهم دور في الوكالة إما كمساهمين أو كمستشارين أو مراقبين، وذلك بغرض دعم تصنيفاتها بالإستفادة من أسمائهم كوكالات تصنيف عالمية.

-وتهدف الوكالة إلى الحصول على اعتراف بتصنيفاتها من قبل فاعلي القطاع، حيث تلقت اعترافاً رسمياً من مصرف البحرين المركزي باعتباره مؤسسة الائتمان للتقييم الخارجي (ECAI)، مع إدراج الوكالة على لائحة وكالات التصنيف المعتمدة من طرف البنك الإسلامي للتنمية.

- ان الهدف من تأسيس الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على غرار وكالة "موديز" و"ستاندرد آند بورز" تكون متخصصة في تقديم استشارات وخدمات للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، لكي تكون الجهة المرجعية النهائية للتصنيف الائتماني وفقا لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية .

يلاحظ على أن التركيبة الهيكلية للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، تمت بطريقة تحفظ لها إستقلاليتها، حيث تتوفر على مجلس مدراء مستقل تماما عن لجنة التصنيف، لمزيد من الشفافية و المصادقية.

5-المركز الاسلامي الدولي للصلح والتحكيم¹-IICRA-

International Islamic Centre for Reconciliation and Arbitrage



5-1-التأسيس: جاء تأسيس المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم بتاريخ 5 ابريل 2005م بالتعاون بين كل من البنك الإسلامي للتنمية، والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ودولة الإمارات العربية المتحدة بصفتها دولة المقر، وتطلب افتتاحه المرور بعدة مراحل استغرقت حوالي ثلاث سنوات، اسند خلالها لمكتب (ارنست أند يونج - Ernst & Young)² دراسة جدوى تأسيس المركز حيث خلصت الدراسة إلى وجود فراغ مؤسسي في مجال التحكيم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

5-2-المهام القانونية: خدمة للصناعة المالية الإسلامية في أبعادها الفنية والشرعية وعلى ضوء الخبرة التي كسبها المركز منذ بداية نشاطه في يناير 2007 يوفر المركز على ذمة المحكمين:

- قائمة من المحكمين والخبراء المحاكمين بأحكام الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية ويتمتعون بالسمعة الحسنة و النزاهة.
- يقدم المركز عدة خدمات قانونية وشرعية مساندة للصناعة المالية.
- يعد المنصة الدولية المثالية المتخصصة في فض النزاعات المصرفية والمالية والتجارية بما لا يخالف مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء عبر الصلح والتحكيم المؤسسي ، ووفق أفضل الممارسات والمعايير المعتمدة دولياً.
- 5-3-الأهداف:** يهدف المركز لتمكين كافة المتعاملين في الصناعة المالية الإسلامية سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين من فض نزاعاتهم المصرفية والمالية والتجارية و العقارية عبر الصلح والتحكيم المؤسسي المتخصص والقادر على التكيف الشرعية والقانوني السليم للمعاملات المالية ، كما يجنبهم مدد التقاضي الطويلة ، وتكاليفها العالية. لذا ركز المركز على الأهداف التالية:
- بحث مساعي الصلح لفض النزاعات وإدارته مؤسسيا حتى إبرام وثيقة الصلح.
- إدارة الدعاوي التحكيمية وفق أفضل الممارسات الدولية عبر قواعد التحكيم المعتمدة.
- اتخاذ كافة التدابير اللازمة لفض النزاعات المصرفية والمالية والتجارية بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.
- توفير قوائم محكمين وخبراء في الصناعة المالية الإسلامية بلغات عدة وفي كافة المجالات.
- نشر ثقافة التحكيم المتخصصة في المعاملات المالية الإسلامية عبر تنظيم الفعاليات العلمية .
- نشر الدراسات وتقديم المشورة القانونية ذات الصلة بنشاط المركز وأهدافه الداعمة للصناعة المالية الإسلامية .

¹ - معلومات مطلع عليها من الموقع الرسمي للمركز الاسلامي الدولي للصلح والتحكيم يوم 2020/01/13: <https://www.iicra.com>

² - ارنست أند يونج - Ernst & Young-أو اختصاراً-E &Y :-هي إحدى أكبر الشركات المهنية في العالم بالولايات المتحدة الأمريكية، ففي بداية سنة 1924 قامت هذه الشركات الأمريكية بالاندماج مع شركات بريطانية شهيرة، مما أدى إلى تأسيس الشركة الأجلو-أمريكية التي أطلق عليها اسم "إرنست أند ويني" وكان هذا في سنة 1979 حيث اعتبرت رابع أكبر شركة محاسبية في العالم. وفي سنة 1989، اندمجت الشركة رقم 4 على مستوى العالم مع الشركة رقم 5 على مستوى العالم وهي "آرثر يونج" مما أدى إلى تشكيل إرنست ويونغ.

5-4- الجمعية العمومية:-تتكون الجمعية العمومية للمركز من أعضاء المركز من البنوك المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية ، والمؤسسات المالية التقليدية التي تقدم خدمات مالية إسلامية ، والمؤسسات الداعمة ، وأي مؤسسة أخرى وأي عضو يقبله مجلس الأمناء.

-تجتمع الجمعية العمومية كل سنة بدعوة من رئيس مجلس الأمناء الذي يرأس اجتماعاتها، ويلزم لصحة انعقاد الجمعية العمومية حضور 50% على الأقل من الأعضاء، وتصدر قراراتها بأغلبية الأعضاء المشاركين في التصويت باستثناء تعديل النظام الأساسي للمركز حيث يلزم حضور وموافقة ثلثي الأعضاء.

-تعتمد الجمعية العمومية للمركز النظام الأساسي له وتوافق على أي تعديلات عليه يقترحها مجلس الأمناء وتختار مجلس الأمناء وتصادق على الحسابات الختامية وتعين مراقب الحسابات.

-يجوز لرئيس مجلس الأمناء بعد موافقة ثلثي أعضاء المجلس الدعوة إلى اجتماع الجمعية العمومية في دورة غير عادية .

-تعتبر الجمعية العمومية السلطة العليا في المركز.

5-5- اللجنة التنفيذية: يكون للمركز لجنة تنفيذية تتكون من خمسة أعضاء يختاره مجلس الأمناء من أعضاءه و تكون مدة اللجنة

ثلاث سنوات، و يعين المجلس أحدهم رئيسا و نائبا له ، ويحق للجنة أن تستعين بالخبراء والمختصين في مجال اختصاصها كلما دعت الضرورة لذلك ، ويكون للجنة العديد من المهام نسردها منها :

-مناقشة اللوائح المالية والإدارية والفنية المنظمة لعمل المركز ؛

-مناقشة إستراتيجية للمركز ؛

-مناقشة مشروع الميزانية التقديرية السنوية؛

-مناقشة الحساب الختامي للمركز ؛

-رفع التوصيات إلى مجلس الأمناء؛

-متابعة تنفيذ قرارات وتوصيات مجلس الأمناء من قبل الأمانة العامة للمركز ؛

5-6- مجلس الأمناء:-تعين الجمعية العمومية مجلس الأمناء للمركز لمدة ثلاث سنوات - قابلة للتجديد مرة واحدة -، عددا من

أعضائها كأعضاء لمجلس الأمناء على أن لا يتجاوز عددهم خمسة عشر عضوا منهم ممثل عن دولة المقر الدائم ، وممثل عن البنك

الإسلامي للتنمية وممثل عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ، مع مراعاة التوزيع الجغرافي والمهني في تعيينهم .

-كما يراعى الأعضاء عند اختيار ممثلهم أن يكونوا من ذوي الاختصاص في الشريعة أو القانون أو خبرة في العمل المصرفي الإسلامي لفترة لا تقل عن عشرة سنوات.

-ينتخب مجلس الأمناء من بين أعضائه رئيسا ونائبا للرئيس بالاقتراع السري، ويراعى في اختيار رئيس مجلس الأمناء إضافة إلى الشروط المذكورة أعلاه أن تكون له إسهامات ومشاركات في مجال تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية في الاختصاصات المذكورة.

6-الاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي¹-IFTI-

The International Federation of Takaful and Islamic Insurance Companies



¹ - معلومات مطلع عليها على الموقع الرسمي للاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي يوم 2020/01/14 : <http://www.ifti-sd.org/ar>

6-1- تأسيس الاتحاد: تأسس الاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي عام 1986 وكان مقره في الخرطوم بالسودان ، ويضم في عضويته أغلب الشركات التي تعمل في مجال التكافل والتأمين الإسلامي في كل من الأسواق العربية و الإفريقية ودول شرق وغرب آسيا وأوروبا.

ويضم مجلس إدارة الاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي عدد من قيادات ورؤاد عالم التأمين الإسلامي إضافة إلى كوكبة من علماء الفقه الإسلامي التي تعمل على ضبط كل عمليات التأمين الإسلامي بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية لغراء.

6-2-النظام الأساسي للإتحاد: أقر الاتحاد في نظامه الأساسي جملة من المواد نذكر أهمها¹:

((المادة الأولى: الاسم والمقر:1/الاسم: الاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي.

2/المقر: يتخذ الاتحاد من الخرطوم عاصمة جمهورية السودان مقرا له ويحق لمجلس الاتحاد أن ينشئ له مكاتب إقليمية في أي دولة))

6-3-الأهداف : كما نصت المادة الثالثة من النظام الأساسي للإتحاد على جملة من الأهداف التي يعمل على تحقيقها:((يسعى الاتحاد لنشر مبادئ التأمين الإسلامي وفقاً للأسس التالية:

1°-دعم الأعضاء والنهوض بهم إلى المستوى الذي يجعل منهم مؤسسات قادرة ومؤهلة لتقديم أفضل وأجود خدمات التأمين الإسلامي.

2°-تأهيل وترقية صناعة التأمين الإسلامي بما في ذلك الاستفادة من التقنية الحديثة.

3°-دراسة مشاكل الأعضاء والمساهمة في وضع الحلول المناسبة لها.

4°-تقوية القوى البشرية العاملة في حقل التأمين الإسلامي فيما يتعلق بالجوانب الشرعية والفنية والإدارية والمالية.

5°-إصدار الفتوى الشرعية فيما يتصل بالأمور المتعلقة بصناعة التأمين الإسلامي إضافة إلى تجميع الفتاوى الصادرة من المؤسسات التأمينية والدراسات الأخرى ذات الصلة.

6°-التعاون بين الشركات الأعضاء ومنحها الأولوية في التعامل.

7°-تركيبة روح التعاون فيما بين الأعضاء في مختلف المجالات التأمينية.

8°-نشر روح البحث العلمي لتطوير صناعة التأمين الإسلامي.

9°-توفير المعرفة اللازمة للعاملين في قطاع التأمين الإسلامي.

11°-تشجيع إنشاء مؤسسات التأمين الإسلامي عالمياً.

12°-القيام بمهمة التوفيق وحل النزاعات بين الأعضاء.

13°-وضع النماذج وتوحيد المعايير والأسس التي تتطلبها صناعة التأمين الإسلامي من النواحي الشرعية والفنية والمالية والإدارية.))

6-4- الوسائل: كما تتابع نفس المادة الثالثة فيما يخص الوسائل على²:

((1-دراسة عقود التأمين الإسلامي وصولاً لعقد يميز ويعكس روح التعاون والتكافل ليكون نموذجاً يلبي حاجات ومتطلبات المجتمع المعاصر.

2-الإرتقاء بالمستوي الفقهي والعلمي والفني للعاملين بالمؤسسات ذات الصلة عن طريق تبادل الخبرات والمعلومات والعمل على إنشاء المعاهد ومراكز التدريب.

3-تنظيم الدورات والندوات والمنتديات وورش العمل المتعلقة بصناعة التأمين الإسلامي بصفة خاصة والتأمين بصفة عامة.

¹ - القانون التأسيسي للإتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الإسلامي، مطلع عليها على الموقع يوم 2020/02/18 : <http://www.ifti-sd.org/public>

² - نفس المرجع.

- 4- إعداد الدراسات والبيانات عن القضايا والتحديات التي تواجه سوق التأمين الإسلامي والاستفادة من التجارب العالمية.
- 5- دراسة المسائل الفقهية التي تواجه التأمين الإسلامي.
- 6- تبني وتشجيع قيام مؤسسات إعادة التأمين الإسلامي وتكوين المجمعات التأمينية الإسلامية فيما بين الأعضاء .
- 7- تقديم المساعدات الممكنة للتغلب على العقبات التي تعترض إنشاء وتأسيس الشركات الجديدة لتتمكن من تأدية خدمات التأمين الإسلامي.
- 8- إصدار مطبوعات دورية تهتم بالتأمين الإسلامي وكل ما يهم العاملين والمهتمين بهذه الصناعة.
- 9- إتباع أية وسيلة مشروعة أخرى تمكن الاتحاد من تحقيق أهدافه)).
- 6-5- **عضوية الاتحاد:** نصت المادة الرابعة- من القانون التأسيسي للاتحاد على ان العضوية تتم وفق الشروط التالية:
(أ)- عضوية الاتحاد متاحة لجميع مؤسسات وشركات التأمين وإعادة التأمين الإسلامي بصفة عضو كامل.
ب)- يجوز قبول المؤسسات والهيئات الإسلامية أو أي مؤسسات أخرى ذات صلة بصناعة التأمين بصفة مراقب.¹
كما نصت المادة الخامسة من القانون التأسيسي في شرطها الثالث على: ((يلتزم العضو بأحكام النظام الأساسي للاتحاد ومقرراته.))
- 7- **السوق المالية الإسلامية الدولية² - IIFM International Islamic Financial Market**



- 7-1- **التأسيس والأعضاء المؤسسون:** تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) بموجب المرسوم الملكي رقم (23) لسنة 2002 لمملكة البحرين كمنظمة محايدة وغير ربحية لتطوير البنية التحتية، ويستضيفها مصرف البحرين المركزي في المنامة. لقد تم تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية من مجموعة متعددة الجهات نذكرها:
- مصرف البحرين المركزي.
- بنك ماليزيا المركزي.
- بنك السودان المركزي.
- بنك إندونيسيا المركزي.
- البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية.
- هيئة النقد في بروناي دار السلام (وزارة المالية سابقاً)
- 7-2- **الأهداف:**

- 1- إيجاد بيئة نشطة ومنظمة تنظيمياً جيداً لتدفقات رأس المال التجارية من خلال مجموعة كاملة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية على الصعيد الدولي.
- 2- كما يهدف الى تحقيق الرؤية من خلال تحفيز كل من البنية التحتية التجارية الوطنية والدولية، وابتكار المنتجات وتدفق المعلومات ضمن معايير ومبادئ توجيهية قوية وشفافة ومنظمة بشكل جيد، وتعزيز القبول والتكامل مع الأسواق الرئيسية.
- 3- كما تعمل على تطوير الوثائق المالية الموحدة، وتأكيدات المنتجات المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك أيضاً تطوير مذكرات إرشادية تشغيلية للوثائق وتأكيدات المنتجات المنشورة خدمة لصناعة المالية الإسلامية.

¹ - نفس المرجع.

² - السوق المالية الإسلامية الدولية المطلاع عليها بتاريخ 2020/01/18 على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifm.net>

- 3-7- خدمات السوق:** التركيز على تقديم خدمات محددة ذات قيمة عالية للصناعة المالية الإسلامية من خلال ما يلي:
- 1-0** نشر وثائق مالية عملية وتأكيدات المنتجات جاهزة للاستخدام على مستوى العالم متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وأيضاً نشر مذكرات إرشادية تشغيلية ذات صلة بالوثائق وتأكيدات المنتجات المنشورة بالإضافة إلى إتمادات الهيئة الشرعية وكذلك الآراء القانونية الخاصة بالولاية القضائية.
- 2-0** خلق وعي بالصناعة المالية الإسلامية وتبادل المعرفة الفنية عن معايير السوق المالية الإسلامية الدولية من خلال تنظيم ندوات وورش عمل فنية وعقد اجتماعات تشاورية ذات صلة بمواضيع محددة في الصناعة المالية الإسلامية.
- 3-0** نشر تقرير الصكوك السنوي وأوراق المفاهيم بين الفينة والأخرى حول مواضيع محددة.
- 7-4- مهام وصلاحيات هيئة الرقابة الشرعية:** تشكل السوق المالية الإسلامية الدولية من هيئة شرعية إسلامية تتكون من مجموعة من الفقهاء وعلماء المالية لها جملة من المهام والصلاحيات نذكرها كالآتي:
- 1-0** -مراجعة جميع المواد والهياكل والمستندات والمذكرات وغيرها للتأكد من أنها متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- 2-0** -التأكد من أن الاتفاقيات الرئيسة للسوق المالية الإسلامية الدولية متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- 3-0** -تقديم المشورة والآراء الشرعية الضرورية للسوق المالية الإسلامية الدولية حول الأمور المتعلقة بمشاريعها ومبادراتها وجميع المسائل ذات العلاقة.
- 4-0** -أن تكون مشاركاً نشطاً في المراحل الأولى من مشاريع السوق المالية الإسلامية الدولية وذلك اعتباراً من بداية تطويرها وحتى نشرها وطرحها.
- 5-0** -العمل والتعاون مع هيئات الرقابة الشرعية الأخرى، عند الحاجة.
- 6-0** -يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية أن تطلب من أي عضو من أعضاء الهيئة الشرعية مشاركة في اجتماع مجموعة العمل الخاصة بها من خلال مؤتمر هاتفي للحصول على تعليقاته العامة.
- 7-0** -جب تقديم جميع المساعدة والموارد اللازمة للهيئة الشرعية لتمكينها من أداء واجباتها ومسؤولياتها.
- 8-0** -الحصول على أي معلومات تحتاجها من الأمانة العامة للسوق المالية الإسلامية الدولية من أجل أداء واجباتها بشكل فعال. يجب أن نتاح لها إمكانية الوصول على أي معلومات حول ما يجري في سياق تطوير أو هيكلة مستندات السوق المالية الإسلامية الدولية.
- 9-0** -رفض أو تعديل أي بند ضمن اتفاقيات رئيسة الذي لا يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة أو تعديله وفقاً لتعاليم الشريعة.
- 7-5- مساهمات السوق المالية الإسلامية الدولية:** لقد ساهمت السوق مجموعة من الاتفاقيات في مختلف العمليات المالية مع المؤسسات والشركات العاملة في الحقل المالي والنقدي لإيجاد مختلف الحلول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نذكر منها:
- الاتفاقية الرئيسة رقم (12): اتفاقية مشاركة رئيسة غير ممولة لمعاملات التمويل التجاري الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية وجمعية المصرفيين للتمويل والتجارة.
- الاتفاقية الرئيسة رقم (11): اتفاقية مشاركة رئيسة ممولة لمعاملات التمويل التجاري الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية وجمعية المصرفيين للتمويل والتجارة.
- الاتفاقية الرئيسة رقم (10): وثيقة هامش الرهن النقدي - 2017 المتعلقة باتفاقية التحوط الرئيسة للاتحاد الدولي للمقايضات والمستثقات (التحوطات) والسوق المالية الإسلامية الدولية.
- الاتفاقية الرئيسة رقم (9): الشروط والأحكام الرئيسة لاتفاقية الوعدين المنفصلين بالصرف في المستقبل (وقاية من تقلب أسعار الصرف) القائم على وعدين منفصلين مختلفي المورد من طرفين.

الاتفاقية الرئيسة رقم (8): الشروط والأحكام الرئيسة لاتفاقية الوعد بالصرف في المستقبل (وقاية من تقلب أسعار الصرف) القائم على وعد ملزم من طرف واحد.

الاتفاقية الرئيسة رقم (7): تأكيد شروط صفقات مستقبلية مخصصة.

المطلب الثالث: تجربة سوق دبي بدولة الامارات العربية المتحدة

تمهيد:

تعتبر دولة الامارات العربية المتحدة من الدول المتأخرة في إنشاء سوق للأوراق المالية، وعلى الرغم من ذلك استطاعت ان تخلق بيئة استثمارية كفؤة وقوية من خلال تشريعاتها القانونية ومرونة التعامل مع الأحداث المالية ويمكن تتبع مسيرتها وتطورها على النحو الآتي:

1-لمحة عامة عن سوق دبي المالي وناسداك دبي¹:

نجح "سوق دبي المالي" بصورة سريعة في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي، وذلك بفضل الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية، ادى بسوق دبي الى الوصول لمكانة كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، واصبحت الإمارة الرائدة في اسواق رأس المال، ويعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، وقد سجل سوق دبي المالي تطوراً متسارعاً بما وضعه في موقع الريادة بين أسواق المال إقليمياً، كما أنه أول سوق مال يتحول إلى شركة مساهمة عامة في الشرق الأوسط، ويعتبر سوق المال متوافق مع احكام الشريعة الإسلامية، وكانت أهم مراحل تشكله الآتي:

1-أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000 ، وبدأ نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً، حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وفي

7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM) **Dubai Financial Market**.

تم إفتتاح "ناسداك دبي" في عام 2005 كبورصة عالمية في المنطقة، وتشمل منتجاتها القابلة للتداول حالياً الأسهم ومشتقات الأسهم، كما يمكن إدراج وتداول صناديق الإستثمار المشتركة، والمنتجات المالية المهيكلية في البورصة أيضاً.

في 2010 تم دمج عمليات سوق دبي المالي مع ناسداك دبي لإنشاء قوة ديناميكية في أسواق رأس المال في المنطقة، وأسهمت عملية الدمج في تسريع وتحسين فرص وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد (NIN) مما يتيح للمستثمرين التداول بسلسلة عبر البورصتين.

وتتبع البورصتان لجهتين تنظيميتين منفصلتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، فيما تخضع ناسداك دبي للمعايير الدولية من قبل سلطة دبي للخدمات المالية، وتحتذب البورصتان معاً أكبر مجموعة من المستثمرين في جميع أنحاء المنطقة، بما يؤسس لمركز حيوي للمستثمرين المحليين والإقليميين والعالميين، سواء من الأفراد أو المؤسسات.

يعد الإستثمار في سوق دبي المالي وناسداك دبي متاح لحاملي مختلف الجنسيات بغض النظر عن دولة الإقامة، وعليه يمكن لأي فرد أو مؤسسة التقدم للحصول على رقم مستثمر الموحد (NIN) من قطاع التقاص والتسوية والإيداع في سوق دبي المالي، من أجل تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصتين.

2-أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليمياً و متوافق مع الشريعة الإسلامية

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، و متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، العالمي وذلك منذ العام 2007 وله هيئة الفتوى و الرقابة الشرعية تتألف من أبرز علماء الشريعة الإسلامية الذين لديهم خبرة واسعة

¹ - نبذة عن سوق دبي المالي، مطلع عليها على الموقع الرسمي للسوق يوم 2020/03/11 <https://www.dfm.ae>

في المجالات القانونية والمالية والأعمال المصرفية، مما يتيح للمستثمرين من كافة أنحاء العالم الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة بالسوق وفق معايير وضوابط الشريعة الإسلامية من خلال قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة، وفيما يلي أهم النقاط الرئيسية التي يتناولها هذا المعيار:

أ- معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم¹

- ضوابط تملك أسهم الشركات؛
- الاكتتاب أو التملك لأسهم الشركات المختلطة؛
- ضوابط تداول أسهم الشركات؛
- المساهمة في الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها، أو تصحيح مسارها شرعاً؛
- استبعاد الدخل المحرم؛
- الإصدار والاكتتاب بأسهم الشركات؛
- التعاملات الممنوعة في تملك وتداول الأسهم؛

ب- معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك²

- أنواع الصكوك؛
- إصدار الصكوك؛
- المبادئ العامة لإصدار الصكوك؛
- لضوابط الشرعية لإصدار الصكوك؛
- ضمان الصكوك؛
- تفصيل أحكام الصكوك؛
- ج- معيار سوق دبي المالي حول التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل
- نطاق المعيار ؛
- ضوابط وآليات وعقود واشتراطات التحوط؛
- التعريفات ؛
- أنواع المخاطر بحسب طبيعتها ؛

3-خاضع تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع

يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، ولها قوانين ومعايير يجب تطبيقها ويتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP) .

4-أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته

أنجز في عام 2010 تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت العملية قدرة صول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن بواسطة رقم مستثمر واحد مما يتيح لهم التداول

¹ - نبذة عن سوق دبي المالي-الشريعة-معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية-نفس المرجع.

² - نفس المرجع.

بسهولة عبر البورصتين، بالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت تنظيمين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

5- تطوير الأنظمة المعلوماتية

ركزت إستراتيجية سوق دبي المالي منذ تأسيسه في مارس 2000 على الاستثمار في تطوير الأنظمة المعلوماتية، المتمثلة في الابتكارات التكنولوجية والشفافية والسرية والكفاءة، يقدم سوق دبي المالي العديد من الخدمات المتطورة لخدمة المستثمرين والمتعاملين على حد سواء، وكان سوق دبي المالي أول سوق مالي في المنطقة يتحول لنظام التداول المتطور "أكستريم-Xtream"-* سنة 2009، وهو أحد أفضل أنظمة التداول المستخدمة في الأسواق المالية العالمية (الذي حل محل النظام السابق "هورايزون").

2- سلطة دبي للخدمات المالية¹

سلطة دبي للخدمات المالية هي المنظم المستقل للخدمات المالية، وما يتصل بها والتي تتم ممارستها في أو من مركز دبي المالي العالمي، وهي منطقة مالية حرة صممت بشكل خاص لهذا الغرض في دبي.

يغطي التكاليف التنظيمي لسلطة دبي للخدمات المالية إدارة الأصول والعمليات المصرفية والائتمانية، والأوراق المالية وصناديق الاستثمار الجماعية، والتجارة بالسلع المستقبلية، والتمويل الإسلامي، والتأمين، وبورصة الأسهم العالمية، وبورصة مشتقات السلع العالمية.

2-1- المهام والسياسات وصنع القواعد²

1-المهام: أداء تكليفها التنظيمي كمنظم مستقل للخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي، تقوم السلطة بعدد من المهام.

-الرقابة

-التنفيذ

-التعاون الدولي

-السياسات ووضع قواعد

-الترخيص

-الاعتراف

طريقة سلطة دبي للخدمات المالية هو: "تنظيم قائم على تجنب المخاطر وتجنب الأعباء التنظيمية غير الضرورية"، أي تعمل على توجيه التنظيم للتخفيف من المخاطر غير المقبولة، على أهدافها التنظيمية أو على قطاع معين من صناعة الخدمات المالية أو أن هذه المخاطر قد تنشأ من داخل أو خارج مركز دبي المالي العالمي كما يجب أن تكون التزامات الامتثال متناسبة مع هذا التخفيف من هذه المخاطر في إطار يمكن الجهات الخاضعة للمراقبة من تلبية التزامات الامتثال على نحو فعال، كما تقوم بمراقبة منتظمة لتوجهات الأسواق المالية الإقليمية والدولية، ويتم عمل السلطة على التركيز أكثر على النتائج بدلا من كيفية تحقيقها، مما يؤدي إلى نتائج أكثر فعالية وكفاءة في التنظيم القائم على تجنب المخاطر.

2-السياسات وصنع القواعد

* نظام "أكستريم-Xtream"- محرك مطابقة الصفقات الأكثر استخداماً على نطاق واسع في العالم ويجمع بين الأداء الاستثنائي مع وظائف واسعة لتلبية متطلبات الأداء الحالية والمستقبلية، ويعتبر فعالاً من حيث التكلفة خاصة للبورصات الصغيرة والمتوسطة، كما يمكنه تنفيذ أكثر من 720,000 صفقة في الجلسة الواحدة، وقد تولت توريد هذا النظام المتكامل شركة «ناسداك أو أم أكس»، أكبر شركات إدارة البورصات على المستوى العالمي، ويستخدم النظام في العديد من الأسواق المالية الرئيسية حول العالم، ويتم تحديثه بصورة دورية بالتعاون مع الشركة العالمية الموردة.

¹ - نفس المرجع.

² - نفس المرجع.

وضع قواعد السلطة هو عنصر حاسم في مركز مالي حديث، حيث تمكن المنظم من الاستجابة السريعة للتطورات والقضايا المستحدثة في السوق.

وتعد القواعد التي وضعتها سلطة دبي للخدمات المالية بموجب القانون التنظيمي لسنة 2004، وقانون الأسواق لسنة 2004، وقانون تنظيم الأعمال المالية الإسلامية لسنة 2004، وقانون الائتمان لسنة 2005، وقانون الاستثمار الجماعي لسنة 2006، وقانون ائتمان الاستثمار لسنة 2006، تغطي مجموعة كاملة وشاملة من الأنشطة المالية وذات الصلة التي تعلن في أو من مركز دبي المالي العالمي.

2-2- التقييم الدولي لسلطة دبي للخدمات المالية¹: تقوم جهات وضع المعايير والرقابة الدولية من وقت لآخر بإجراء تقييم للنظام التنظيمي لسلطة دبي للخدمات المالية، وهدفها يكمن في خلق بيئة على متقاربة مع المعايير الدولية للتنظيم تجسد أفضل الممارسات المالية.

2-2-1- برنامج تقييم القطاع المالي لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي: هناك ثلاث جهات رقابية تحدد المعايير الدنيا لقطاعات البنوك والتأمين والأوراق المالية، وهم لجنة بازل للرقابة المصرفية (BCBS) والرابطة الدولية لمشرفي التأمين (IAIS) والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO).

كما قام صندوق النقد الدولي بتقييم للقطاع المالي في دولة الإمارات بتاريخ 27 يوليو 2007 وتم إصدار تقرير عام حول ذلك في 31 أكتوبر 2007، تضمن برنامج تقييم القطاع المالي لدولة الإمارات تقييماً منفصلاً لمركز دبي المالي العالمي، وهي منطقة إختصاص منفصلة داخل الإمارات، بالإضافة إلى سلطة دبي للخدمات المالية، واعتبر صندوق النقد الدولي مركز دبي المالي العالمي كمنطقة إختصاص داخل الدولة.

ولقد نص برنامج تقييم القطاع المالي على أن "... الإطار القانوني الذي يحكم النشاط التجاري في المركز متطور بشكل جيد، مع وجود مشرفين ذوي مهارات عالية ونظام مراقبة متين". علاوة على ذلك، مركز دبي المالي العالمي "... لديه نظم تنظيمية ورقابية جيدة التحديد وهي على قدم المساواة مع المراكز المالية الإقليمية الأخرى (مثل سنغافورة وهونج كونج)."

كما تضمن برنامج تقييم القطاع المالي "تقييم تفصيلي لمراعاة أهداف ومبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الخاصة بعملية تنظيم الأوراق المالية" وخلص صندوق النقد الدولي إلى أن "سلطة دبي للخدمات المالية قد وضعت مجموعة مميزة من القوانين والأنظمة والقواعد والإجراءات التنظيمية وأن موظفيها مؤهلون جيداً ويعملون وفقاً لمعايير أفضل الممارسات الدولية".

أخذ التقييم في الاعتبار 29 من 30 من مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (وكان مبدأ واحد يتعلق بأنظمة الدفع لا ينطبق)، وخلص إلى أن سلطة دبي للخدمات المالية قد "نفذت بالكامل" 27 مبدأ و "نفذت على نطاق واسع" المبدأين المتبقين.

لم يتضمن برنامج تقييم القطاع المالي مراجعة شاملة حول تطبيق سلطة دبي للخدمات المالية للمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية أو المبادئ الأساسية للرابطة الدولية لمشرفي التأمين بسبب الطبيعة المتطورة لقطاعات الأعمال تلك في مركز دبي المالي العالمي وقت إجراء التقييم في الموقع (أوائل عام 2007)، وعليه، وتماشياً مع أفضل الممارسات الدولية والشفافية، قامت السلطة بإجراء تقييمات ذاتية بشأن الالتزام بهذه المعايير، وتفيد التقييمات الذاتية الواردة أدناه أن سلطة دبي للخدمات المالية تفي إلى حد كبير بهذه المعايير الدولية:

التقييم الذاتي للمبادئ الأساسية للجنة بازل؛

التقييم الذاتي للمبادئ الأساسية للرابطة الدولية لمشرفي التأمين؛

¹ - نفس المرجع.

- 2-2-2-المسؤولية المجتمعية للشركات¹: تعتبر المسؤولية المجتمعية للشركة هي المسؤولية التي تتحملها المنظمة اتجاه الآثار الناتجة عن قراراتها وافعالها على المجتمع والبيئة من خلال شفافيتها وسلوكها الأخلاقي المتسق مع التنمية المستدامة وسلامة المجتمع. مع الأخذ بعين الاعتبار أن تكون توقعات أصحاب المصالح ملتزمة بالقانون المنطبق ومتسقة مع القيم العالمية في التعامل مع كافة أنحاء المؤسسة.
- 3- هيئة الأوراق المالية والسلع لسوق دبي²:
- 3-1- قانون الانشاء: تأسست الهيئة بموجب القانون الاتحادي للإمارات رقم(4) لسنة 2000 وتلحق بوزير الاقتصاد، ومقرها الرئيسي في إمارة أبو ظبي، وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها مباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق. تتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذاً له.
- تتكون الهيئة من وزير الاقتصاد كرئيس لمجلس الإدارة وله نائباً وخمسة أعضاء لمجلس الإدارة.
- 3-2-صلاحيات مجلس الإدارة³: قرر مجلس الوزراء الاتحادي للإمارات العربية المتحدة رقم (11) لـ 3 يوليو لعام 2000 بترخيص السوق والرقابة عليه من خلال المواد القانونية التالية⁴:
- المادة (2): " لا يجوز لأية سوق مزاوله نشاط تداول الأوراق المالية والسلع في الدولة ما لم تكن مرخصة من قبل الهيئة".
 - المادة (4)الفقرة 4: تنظم الهيكل التنظيمي للسوق وتحديد أجهزته الفنية والإدارية المتخصصة.
 - المادة (4) الفقرة 5: اللائحة الداخلية للسوق تبين كيفية تعيين المدير العام وصلاحياته، وإجراءات دعوة مجلس إدارة السوق للانعقاد ومكان ونصاب وصحة الاجتماعات واتخاذ القرارات.
 - المادة (5): تعد الهيئة سجلاً تدون فيه طلبات الترخيص للأسواق.....
 - المادة(6): تقوم الهيئة بالنظر في طلب الترخيص وذلك خلال مدة لا تتجاوز 15 يوماً من تاريخ تقديم الطلب.....
 - المادة(7): يعرض الطلب على المجلس الذي يتخذ قرار بشأنه خلال مدة لا تتجاوز 30 من تاريخ عرض الطلبات المستوفاة عليه.
 - المادة 10: للهيئة بالتنسيق مع الأسواق في الحالات التي تقتضي ذلك:
- إجراء التفتيش والتحريرات اللازمة للتأكيد من تطبيق النظم الواردة في المادة(4) من القانون، على أن تحد نطاق التحري وعين من يجريه نيابة عنها.
- المادة 11: للهيئة تلقي البلاغات والشكاوي ذات الصلة بنشاط السوق أو الوسطاء، وإجراء التحقيق اللازم.
 - المادة 12: لفريق التفتيش المعين من الهيئة أن يدخل السوق ومكاتب الوسطاء خلال ساعات العمل، وأن يطلع على السجلات والوثائق، وأن يطلب تزويده بأي مستند أو معلومات يعتبرها ضرورية لأداء مهمته.
 - المادة 15: على السوق تقديم ميزانيتها العمومية وحساب الأرباح والخسائر وبياناتها المالية السنوية معتمدة من طرف مدقق حسابات.
 - المادة 16: على السوق تزويد الهيئة بالتقارير والبيانات التي تطلبها وإصدار النشرات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.
 - المادة 17: للهيئة النظر في التظلمات المقدمة إليها من قرارات مجلس إدارة السوق.
 - المادة 18: للمجلس أن يقرر بأغلبية أعضائه الحاضرين وقف التعامل مؤقتاً في سوق الأوراق المالية أو في أسهم أية شركة أو التعامل في أية أوراق مالية حال حدوث ظروف استثنائية أو حدوث ما يهدد حسن سير العمل وانتظامه في تلك السوق.

¹ - نفس المرجع.

² - موقع الهيئة الالكتروني المطلاع عليه في يوم 2020/01/15 <https://www.sca.ae>

³ - نفس المرجع.

⁴ - قرار مجلس الوزراء الاتحادي، للإمارات العربية المتحدة رقم (11) لسنة 2000.

-المادة 19: للمجلس أن يقرر بأغلبية أعضائه الحاضرين تجميد أو تعليق أو إعادة العمل بأية لائحة أو نظام يتعلق بالسوق أو بأي من عملياته.

-المادة (19) مكرر(1): للمجلس توقيع أي من العقوبات التالية في حال عدم قيام السوق بدفع المبالغ المالية المقررة عليه والمستحقة للهيئة وذلك وفق الترتيب التالي:

1- توجيه تنبيه للسوق يتضمن بيانا بالمخالفة المالية.

2- توجيه إخطار للسوق بضرورة إزالة المخالفة خلال (30) يوما من تاريخ الإخطار.

3- فرض غرامات تأخير بواقع:

أ - 1% من المبلغ المستحق عن الشهر الأول .

ب - 2% من المبلغ المستحق عن الشهر الثاني.

ج - 5% من المبلغ المستحق عن الفترة التالية للشهر الثاني.

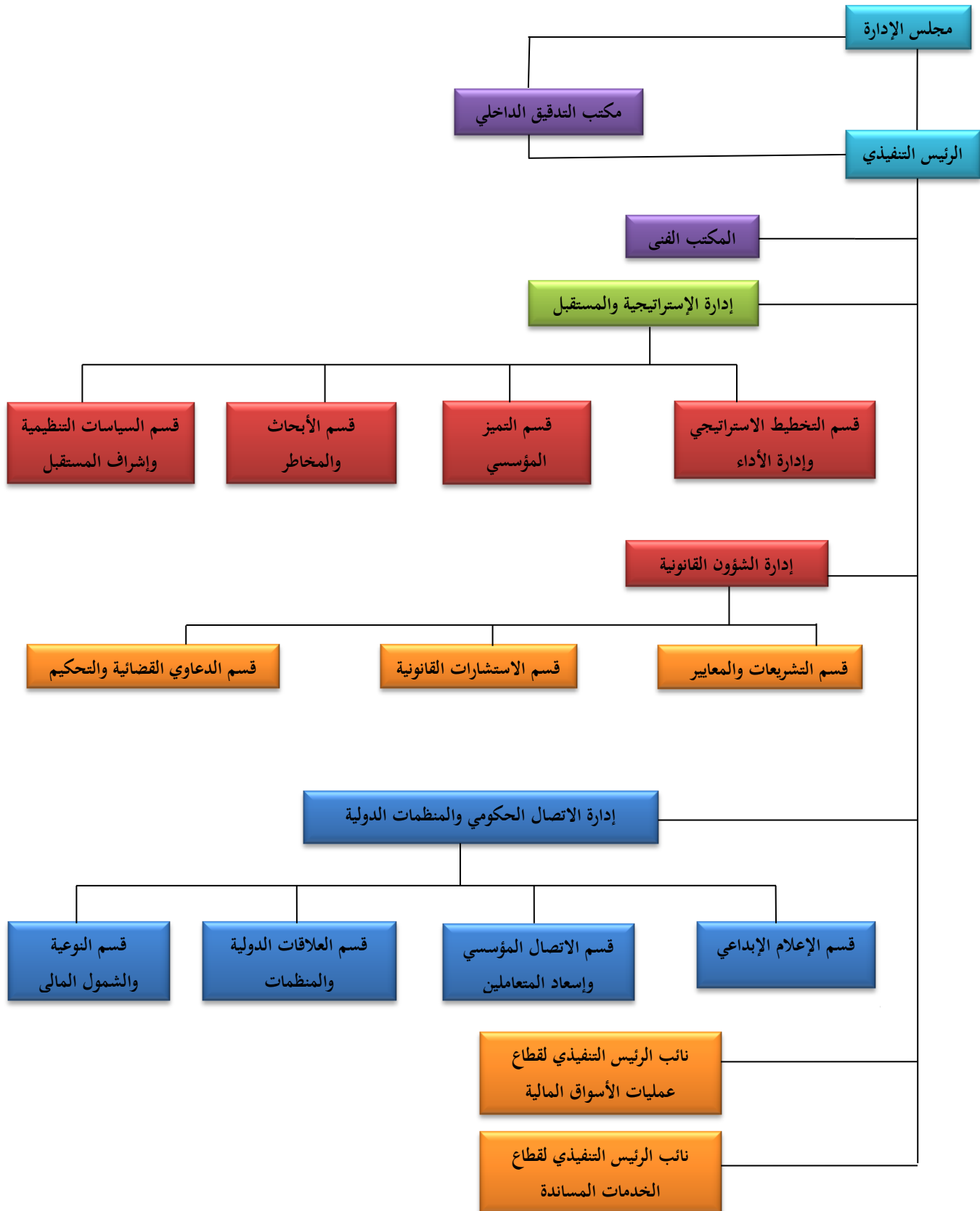
ويعتبر جزء الشهر شهرا كاملا في حساب هذه الغرامة.

ويلاحظ على مجمل قوانين الهيئة المنظمة والمشرقة على السوق المالية الدقة في تحديد المهام، والصرامة في التسيير، وعدم التسامح في مختلف أنواع المخالفات والخروج عن الاطار العام المنظم للسوق.

لأن نجاح الاسواق المالية بالدرجة الاولى يكمن في مدى قوة ومرونة قوانين الهيئات المشرفة عليه، من اجل تطوره والمحافظة على التوازن العام للسوق من جهة والاقتصاد الكلي للدولة من جهة اخرى.

ويمكن تلخيص مكونات الهيكل الاداري لسوق الاوراق المالية لدولة الامارات العربية المتحدة على النحو التالي:

الشكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لإدارة سوق دبي المالي



المصدر: موقع هيئة الأوراق المالية والسلع، المتصفح يوم 2020/01/18 على الموقع: <https://www.sca.ae>

خلاصة الفصل الثاني:

تمت في هذا الفصل وفي مبحثه الأول دراسة تقنيات التنظيم والتسيير الإداري للسوق المالية الإسلامية ، بحيث تطرق المطلب الأول الى التشريعات والقوانين واللجان والجمعيات المؤسسة للسوق المالية الإسلامية، وفي المطلب الثاني تم التطرق الى كيفية الدخول الى السوق كعضو كامل الحقوق والواجبات كالسماسرة والوسطاء، وفي المطلب الثالث تمت دراسة الرقابة والحوكمة القانونية والشرعية على الاسواق المالية الإسلامية.

وفي المبحث الثاني تم التطرق الى متطلبات وشروط التعامل داخل السوق، فحدد في مطلبه الأول متطلبات واجراءات قيد الاوراق المالية المتداولة داخل السوق المالي وكيفية استغلال امتيازات تسجيل الاوراق المالية من حيث الترويج والاشهار، والتقييم العادل للورقة المالية المصدرة والمتداولة وكيفية الاندماج مع كفاءة نظم التداول والمقاصة والتسويات الالكترونية.

كما تم تحديد كفاءات ومتطلبات التسجيل للشركات من حيث السرعة في توفير المعلومات والبيانات اللازمة للتسجيل، والالتزام بالمطالب الأولية والمستمرة للشركات بعد عملية التسجيل، وكذلك متطلبات التسجيل وكفاءات تعليقه.

وتم في المطلب الثاني تعريف عقد التداول ، وتحديد اوامره وخصائصه، وتحديد كفاءات عمل أوامر السوق انواع أوامر البيع والشراء بمختلف آلياتها وفتيات عملها.

وتم في المبحث الثالث التطرق الى التعرف على أهم المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية، ومنها جمعيات الفقه الاسلامي وعلى رأسها مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنبثق عن المؤتمر الاسلامي للدول الإسلامية الأعضاء فيه وعن أهم قراراته التي أصدرها بعد بداية عمله فيما يخص الضوابط الشرعية للتعامل بالأسهم والخيارات والتعامل بالعملات والسلع.

كما تم التعرف على أهم الهيئات الإسلامية التي لعبت دوراً كبيراً في توحيد المعايير الإسلامية للصناعة المالية وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وكذلك تم التعرف بمجلس الخدمات المالية الإسلامية ودوره في توجيه الصناعة المالية الإسلامية وتطويرها.

كما تم تحديد البقية من الهيئات كالهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة، والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، والمركز الاسلامي الدولي للصالح والتحكيم، والاتحاد العالمي لشركات التكافل والتأمين الاسلامي، والسوق المالية الإسلامية الدولية.

وفي المبحث الثالث تم عرض تجربة سوق دبي بدولة الامارات العربية المتحدة من حيث تاريخ الانشاء و القوانين والأحكام المنظمة لهذا السوق وطريقة الهيكلة والتسيير الإداري المميزة له.

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية- دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

تمهيد:

تعد شركات الأسهم المقيدة بضوابط الشريعة الإسلامية في نشاطها الحلال والمباح من أهم الفاعلين في سوق الأوراق المالية بالكويت في عملية إصدار الأسهم الملتزمة بالضوابط الشرعية، وأكثرها تداولاً داخل السوق، كما تعتبر هذه الأسهم من أهم الأدوات المالية، لأنها تعتبر من أدوات تمويل رأس المال الأساسية في شركات المساهمة الإسلامية. إن الأصل في المعاملات الإسلامية الإباحة إذا لم يوجد هناك عارض شرعي، كنشاط هذه الشركات في ميادين مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية.

ولهذا سنقوم في هذا الفصل بدراسة الأسهم من ناحية المفهوم العام لها وطبيعتها الفنية، والتطرق إلى المفهوم الإسلامي للأسهم وهل طبيعته الفنية تختلف عن السهم التقليدي ومنه سنتناول خصائص وأنواع الأسهم.

المبحث الأول: المفهوم التقليدي والإسلامي وخصائص وأنواع الأسهم

المبحث الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لعملية إصدار وتداول الأسهم

المبحث الثالث: أثر أسهم الشركات الإسلامية على أداء سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)

المبحث الأول: المفهوم التقليدي والإسلامي وخصائص وأنواع الأسهم

المطلب الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها

تمهيد:

لا تختلف الأسهم التقليدية عن الأسهم الإسلامية من حيث الطبيعة الفنية لعملها، إلا من ناحية اجبارية تقيد الأسهم الإسلامية بالضوابط الشرعية، كما تعتبر التشريعات القانونية واللوائح التنظيمية مع اختلافها بالنسبة للأسواق المالية إحدى المؤثرات الرئيسية على جوهر عمل الأسهم، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب من ناحية المفهوم والخصائص للأسهم.

1- تعريف السهم:

1-1- التعريف اللغوي: "سهم" السَّهْمُ: وَاحِدُ السَّهَامِ، وَالسَّهْمُ النَصِيبُ الْمُحَكَّمُ: السَّهْمُ الْحِظُّ، وَالْجَمْعُ سَهْمَانٌ وَسَهْمَةٌ.

وفي الحديث: كَانَ لِلنَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ سَهْمٌ مِنَ الْغَنِيمَةِ¹.

السَّهْمُ: الْحِظُّ، جَمْعُ: سَهْمَانٌ وَسَهْمَةٌ بضمها.

سهم: السين والهاء، والميم أصلان: أحدهما يدل على تغرُّ في لون، والآخر على حظ ونصيب وشيء من أشياء².

أَسْهَمَ: بَيْنَهُمْ: أَفْرَعٌ، وَ- لَهُ: أَعْطَاهُ سَهْمًا أَوْ أَكْثَرَ، وَ- فِي الشَّيْءِ: اشْتَرَكَ فِيهِ، وَ- الشَّيْءُ: جَعَلَهُ سَهْمًا سَهْمًا.

(سَاهَمَ) مُسَاهَمَةً، وَسَهَامًا: قَارَعَةً وَغَالِبَةً وَبَارَاةً فِي الْقَوْرِ بِالسَّهَامِ، وَقَاسَمَهُ أَي أَخَذَ سَهْمًا: أَي نَصِيبًا مَعَهُ، وَمِنْهُ شَرَكَةُ الْمُسَاهَمَةِ³.

ففي القرآن الكريم " فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ " ((سورة الصفات: الآية 141))

1-2- التعريف الاصطلاحي: يعرف السهم في الاصطلاح بتعريفات عديدة لكل من الاقتصاد، والقانون وتدل كلها على فهم

هدف واحد باختلاف المقاصد الاقتصادية لتحديد الجانب الاقتصادي أو المقصد القانوني الذي يهدف إلى التشريع لضبط المفهوم الدقيق للسهم وتحديد شكله وقيمه وضبط عملية إصداره وتداوله وحقوقه.

أما للسهم في مصطلح القانون التجاري وقانون الشركات عدة تعريفات نذكر منها ما جاء في القانون التجاري الجزائري في المادة 715

مكررة (40) و(42) و(43) (جديدة)، وكذلك قانون الشركات الكويتي في مادته (119) على النحو التالي :

أ- حق الشريك (المساهم) في الشركة: يعرف القانون التجاري الجزائري الأسهم في مواده التالية ب⁴:

المادة 715 مكرر 40: (جديد)، ((السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها.))

المادة 715 مكرر 42: (جديدة)، ((الأسهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية. وتمنح الحق

في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها

الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي يجوزها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون وتمنح الأسهم العادية،

علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها.

وتتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات^{*})).

المادة 715 مكرر 43: (جديدة)) ((للمساهمين العاديين الحق في حالة التصفية بالتراضي، في توزيع فائض التصفية بالتناسب مع

¹ - إين المنظور، "لسان العرب" مرجع سابق، المادة: سهم، ص: 2135

² - الفيروز ابادي، "القاموس المحيط"، مرجع سابق، المادة: سهل، ص: 818

³ - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459

⁴ - القانون التجاري الجزائري، 2007، ص: 197

* اضيفت بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 ابريل 1993، الصادرة بالجريدة الرسمية للعدد 27 المؤرخة بـ 25 ابريل 1993، ص: 39.

اضيفت بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 ابريل 1993، الصادرة بالجريدة الرسمية للعدد 27 المؤرخة بـ 25 ابريل 1993، ص: 39.

مساهمتهم*)¹.

كما يعرف قانون الشركات لدولة الكويت السهم ضمن تعريفه لشركات المساهمة العامة كالتالي¹: **المادة (119)**: ((الشركات المساهمة العامة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة تقبل التداول على الوجه المبين في هذا القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي أكتتب فيها، ولا يسأل عن التزامات الشركة إلا في حدود القيمة الإسمية لما أكتتب فيه من أسهم)). كما يعرف القانون التجاري للملكة الهاشمية الأردنية السهم بـ: ((حصة الشريك في الشركة، ممثلة بصك قابل للتداول))². كم تمثل الأسهم صكوك متساوية القيمة، كانت نقدية أو عينية، تمثل حق ملكية للمكتتب بها، وفقاً للقانون التجاري، تكون قابلة للتداول حيث تشكل رأس مال الشركة³.

ومن خلال التعاريف والمفاهيم السابقة يمكن ان نستخلص ما يلي:

- الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة؛

- يمكن ان تكون طبيعة السهم نقدية او عينية؛

- تعبر الأسهم عن حق ملكية وما يترتب عنها من حقوق وواجبات؛

- تعتبر الأسهم جزء من مكونات رأس مال الشركة؛

- للأسهم خاصية قابلية التداول في سوق الأوراق المالية؛

ب- الصك يثبت للمساهم الحق في جزء من رأس مال الشركة: الحصة التي يقدمها الشريك (المساهم) في شركة المساهمة، حق الشريك في الشركة، كما يمثل السهم جزءاً من رأس مال الشركة، يثبت بصك يسلم للمساهم، ويكون عبارة عن وسيلة لإثبات حقه في الشركة⁴.

كما يفهم من الصك ((الصك يمثل حصة في رأس مال شركة المساهمة او إحدى شركات الأموال))⁵.

ومفهوم السهم عند القانونيين لا يخرج عن مفهومه عند الاقتصاديين، إذ يعبر السهم عن الحصة التي يقوم الشريك بتقديمها في رأس مال الشركة، او هو عبارة عن الصك الممثل لحصة المساهم في رأس مال الشركة⁶.

كما يعرف بصورة عامة السهم على أنه: يمثل السهم حصة من رأس المال ويعطي لحامله الحق في الحصول على عائد سنوي نتيجة استثمار رأسماله، كما يضمن حامل السهم ديون الشركة في حدود حصته فقط دون أن تتعدى لتلحق بأمواله الخاصة⁷.

1-3 تعريف السهم من منظور الفقه الإسلامي: نجد أن تعريف السهم الاصطلاحي بالمنظور الإسلامي، لا يختلف عنه عند

القانونيين والاقتصاديين المعاصرين إذ يعرف حسب الفقه الإسلامي: **المعيار الشرعي رقم 21، أحكام إصدار الأسهم**

المعيار الشرعي رقم 20 (8/2) "تعد شهادة الأسهم - وما يقوم مقامها - وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك أو لأمره، أو لحاملها"⁸.

¹ - المريدة الرسمية لحكومة دولة الكويت، قانون رقم (1) الصادر بـ 2016/02/01، بإصدار قانون الشركات، الباب التاسع، شركات المساهمة العامة، الفصل الأول، أحكام تمهيدية المادة (119)، ص: 16.

² - القانون التجاري الاردني، مكتبة دار الثقافة، عمان، الأردن، 1997، ص: 280.

³ - يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، مرجع سابق، ص: 58.

⁴ - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي"، الطبعة السادسة، دار النفائس، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2007، ص: 198.

⁵ - محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية"، دار الفجر، القاهرة، مصر، 1994، ص: 268.

⁶ - ثروت علي عبد الرحيم، "شرح القانون التجاري المصري الجديد"، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 572.

⁷ - محمد فرح عبد الحليم، "الأسواق المالية والبورصات"، جامعة العلوم والتكنولوجيا، الطبعة الثانية، 2013، ص: 51.

⁸ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - AAOIFI، "المعايير الشرعية رقم 21"، التي تم اعتمادها نوفمبر 2017، ص: 567.

* اضيفت بالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 ابريل 1993، الصادرة بالمرجعية الرسمية للعدد 27 المؤرخة بـ 25 ابريل 1993، ص: 39.

كما تعرف حسب المنظور الفقهي الاسلامي بـ: ((جزء من رأس مال شركة مساهمة، يمثل حق المساهم مقدارا من النقود لتحديد مسؤوليته من نصيبه في أرباح هذه الشركة أو خسارتها))¹.

كما يعرف: بأنه صك يثبت حقا لمساهمة شائعة لشخص في الحق للملكية صافي أصول الشركة، والحق في الحصول على نسبة من الربح المحقق مع تحمل مسؤولية محددة بقدر نسبة المساهمة².

إن السهم من منظور الفقه الإسلامي هو الاحتياط عند عملية تشغيل هذا السهم في الشركات والاستفادة من أرباحه من خلال قيود أخلاقية، وضوابط شرعية منعاً من الوقوع في المعاملات المحرمة كالربا أو النشاطات المشبوهة والمحرمة أيضاً كالشركات التي تعمل في مجال بيع لحوم الخنازير وتربيتها أو إنتاج الخمور وتسويقها وتوزيعها أو شركات القمار وغيرها من الأنشطة المحرمة.

ولهذا سنتناول فيما يأتي من مطالب إلى كيفية الإصدار والتداول من جانبها الفني والقانوني والاقتصادي إضافة إلى الضوابط الشرعية الإسلامية المرافقة لذلك.

2- خصائص الأسهم

للأسهم خصائص متعددة، يمكن شرحها في ما يلي:

2-1- الأسهم أنصبة متساوية القيمة: يمكن تحديد مفهوم تساوي قيمة أنصبة الأسهم:

يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لذلك تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركة³. لا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة أي يجب أن تكون متساوية ويترتب عنها حقوق والتزامات متساوية⁴. وضعت بعض القوانين التجارية حدوداً علياً ودنياً للقيمة الاسمية التي يحملها السهم عند إصداره، وتحدد عادة في النظام التأسيسي للشركة أو العقود المبرمة مع المساهمين بعد دراسة وتحليل لجدوى نشاط الشركة ومدى المخاطر التي تتحملها والعائد المتوقع منها. كما يعني تساوي القيمة الاسمية للسهم، هو تقدير مجموع الحقوق المتولدة لحاملي الأسهم، وكذلك الواجبات التي يجب عليهم الالتزام بها. وعليه فحقوق المساهمين من توزيع لأرباح الشركة أو الحق في التصويت عند حضور الجمعية العامة أو نصيبه من موجودات الشركة في حالة تصفيتها هي بقدر نسبة الأسهم المساهمين بها في رأس مال الشركة، كما تتوجب عليه التزامات اتجاه الشركة بقدر نسبة الأسهم المشاركين بها.

تعطي لمالك الأسهم مجموعة من الحقوق نذكر منها:

أ- الحق في التصويت عند انعقاد لدورات العادية والاستثنائية للجمعية العامة للمساهمين؛

ب- الحق في أخذ نصيبه من الأرباح الموزعة من طرف الشركة؛

ج- الحق في أخذ نصيبه من الاحتياطات المالية للشركة؛

د- الحق في عملية البيع أو التنازل عن ملكيته للسهم؛

هـ- الحق في عملية الاكتتاب في الأسهم الجديدة (الاكتتاب الخاص)؛

و- عند تصفية الشركة له الحق في أخذ نصيبه أصولها؛

من جهة أخرى يتحمل المساهم التزاماته اتجاه الشركة على النحو التالي:

أ- في حالة ما إذا حققت الشركة خسائر يتحمل مالك السهم نصيبه منها بمقدار نسبة مشاركته في رأس مالها؛

¹ - شحاته عبد المطلب حسن أحمد، "مدى مشروعيته التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الإسلامي"، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد 2، المجلد الخامس، 2018، ص: 961

² - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 88

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 89

⁴ - ديبان محمد ديبان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، الطبعة الثانية، المجلد 13، مطابع الخطيب، القاهرة، مصر، 1432هـ، ص:

كما يجدر أن نلاحظ أن:

- لا يوجد ما يضمن للمساهم استرداد القيمة المالية التي ساهم بها في رأس مال الشركة؛

- إن المساهم تربطه بالشركة علاقة مشاركة وملكية؛

أما من المنظور الفقهي الإسلامي، فيجمع العلماء على أن ما ذكر في الحقوق والالتزامات يجعلون إسقاط على أن في شركة المضاربة لا يسأل رب المال عن ديون الشركة إلا بنسبة المال المساهم به ولا يطالب بغير هذا.

إن جعل الأسهم ذات قيمة متساوية تهدف بالأساس إلى¹:

أ- عملية تقدير الأغلبية العامة للشركة بسهولة؛

ب- عملية توزيع الأرباح بطريقة سهلة على المساهمين؛

ج- إعطاء الجانب التنظيمي لتسيير الأسهم في بورصة الأوراق المالية؛

د- إن تبسيط عملية تجزئة رأس مال الشركة، يعمل على تسهيل الاكتتاب والتداول وكذا إمكانية توزيع موجودات الشركة بعد تصفيتها و حلها؛

2-2- السهم غير قابل للتجزئة: يقصد بعدم قابلية السهم للتجزئة، هو أن الشريك المساهم يجب أن يكون فرداً واحداً بالنسبة للشركة المساهم فيها، ولا يقبل تعدد مالكو السهم الواحد اتجاه الشركة، فإن كانت هناك عملية ناتجة عن قسمة إرث أو هبة أو وصية، فإن هذه القسمة مقبولة قانوناً وشرعاً إلا أنها لا تقبل أمام الشركة².

إن السهم الواحد بطبيعته الغير قابلة للتجزئة بين مجموعة من الأفراد من ناحية ممارسة كسب الحقوق، فالحق الذي يعطيه السهم من حيث الطبيعة الوحدوية التي لا تتجزأ وتبقى لجميع الأفراد، وعلى هذا الأساس يتطلب منهم اختيار فرداً واحداً من بينهم يمثلهم في حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة، وفي هيئاتها الإدارية. ولعدم قابلية السهم للتجزئة أهداف متعددة نذكر منها:

أ- تسهيل لكثير من الحقوق التي يمنحها السهم للمساهمين في الشركة والتي لا تخضع للتقسيم والتجزئة وهي:

- حق التصويت في الجمعية العامة؛

- تسهيل التعداد وتقدير الأغلبية والأقلية؛

- عملية تسهيل توزيع الأرباح على المساهمين³؛

إن خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة كونها تعمل للحفاظ على حقوق واكتتابات المساهمين، وتدخل في طبيعة عمل الشركات الفني فيعتبر ذلك مباحاً.

2-3- عملية تداول الأسهم بالطرق التجارية: يتم تداول الأسهم بالطرق التجارية حسب حالة السهم وطبيعته بالكيفية التالية⁴:

- إذا كانت الأسهم إسمية، يتم التداول عن طريق نقل القيد باسم المتنازل إليه في السجل الخاص بالمساهمين للشركة؛

- إذا كانت الأسهم لحاملها، يتم تداولها عن طريق (التنازل عليها) بواسطة التسليم المادي؛

- إذا كانت الأسهم عن طريق -التظهير- أي يتم الكتابة عن ظهر السهم ويتم انتقال الملكية إلى المظهر إليه دون العودة إلى الشركة إذا كانت الأسهم أذنية أو لأمر⁵.

¹ - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 142

² - نزيه محمد الصادق المهدي، "الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية والبورصات - الأسهم"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص: 26

³ - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 143

⁴ - عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 57

⁵ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 26

كما يعتبر من أهم الخصائص هي¹: إمكان انتقال ملكية السهم من فرد لآخر بأي شكل من أشكال انتقال الملكية كالبيع والهبة والوصية والإرث، كما يمكن لمساهمي أن يقوم بعملية بيع أسهمهم بكاملها أو جزء منها عندما يقرر ذلك، وإنهاء علاقته مع الشركة المساهم فيها وإدخال شريك أو شركاء آخرين مكانه، ويتم كل هذا بدون أخذ إذن خاص من الشركة أو الشركاء ما لم يكن في نظامها الداخلي نص يوجب الإبلاغ حين البيع.

إن عملية التداول توجد بها بعض الاستثناءات التي تحددها إما القوانين التأسيسية للشركات ونظامها الداخلي أو لوائح ونظم وقوانين هيئة رقابة السوق المالية نذكر منها²:

-عدم قبول تداول أسهم مؤسسي الشركة لمدة زمنية معينة بهدف الحد من قيام شركات غير جادة بالتخلص من مؤسسوها من أسهمهم بعد تأسيسها؛

-عدم قبول تداول الأسهم إلا بعد صدور أول ميزانية سنوية للشركة، لكي يتم بناء تداول أسهمها على بيانات حقيقية على مركزها المالي، يلاحظ بصورة عامة على أن الشركات المساهمة يعد تداول أسهمها يشكل أساس وجودها، وتقييد التداول ببعض النصوص التنظيمية للشركة يخرجها إلى النوع الآخر من الشركات كالأشخاص، وشركات الأموال.

3- ملكية الأسهم والحقوق المحصل عليها

يتمتع حامل السهم بجملة من الحقوق التي يتحصل عليها المساهمين، كونه مساهم شريك في الشركة، كما يتحصل المساهمون حسب طبيعة ونوعية السهم الواحد بنفس الحقوق وبصورة متساوية، وهي حقوق تكفلها كل القوانين التجارية للدول، واللوائح والقوانين التنظيمية لمختلف الأنظمة المالية، وأسواقها المالية، ولا يمكن للشركة بنصوصها التأسيسية والتنظيمية ولا بمختلف قرارات الأغلبية للجمعيات العامة أن تحرم حامل السهم من مختلف هذه الحقوق، ومن بينها نذكر:

3-1-الحق في نصيب أرباح الشركة: يحق لصاحب السهم على اخذ الربح الذي تعلنه الشركة على تحقيقه، لأن الهدف الرئيسي للمساهم في تقديم حصته المساهم بها في رأس مال الشركة هو من أجل تحقيق الربح³.

3-2-الحق في مراقبة وتوجيه نشاط الشركة: يحق للمساهم في الشركة القيام بأعمال تتعلق بالنصح والتوجيه ومراقبة نشاط الشركة على النحو التالي:

أ-الحق في الرقابة على نشاط الشركة: للمساهم الحق في ممارسة عملية المراقبة على نشاط المؤسسة وذلك من خلال الإطلاع ومراقبة ومراجعة ميزانية الشركة وحسابات النتائج، ومختلف الوثائق المرتبطة بنشاط الشركة، والاطلاع على تقارير مجلس إدارة الشركة، ويتم هذا كله وفقاً لنظام الشركة التأسيسي والمعدل بلوائح اجتماعات الجمعية العامة.

ب-الحق في التصويت في الجمعية العامة للشركة: تحدد بعض الأنظمة القانونية التجارية أو التأسيسية للشركة الحد الأدنى لمجموع الأسهم التي تحول لحاملها إمكانية حضور الجمعية العامة وحق التصويت فيها من خلال الحضور الفعلي أو عن طريق الوكالة المعتمدة أو التصويت بالبريد الإلكتروني، أما الجمعية العامة التأسيسية فتعطي الحق لكل مساهم أن يحضرها بدون وضع اعتبارات دنيا أو قصوى لعدد الأسهم⁴.

ج-الحق في طلب التفتيش على الشركة: في حال وقوع أحداث ريبة وشك، يمكن للمساهم الحق في تقديم طلب بالأمر بممارسة الحق في عملية تفتيش الشركة وهذا بعد موافقة 50% من مالكي الأسهم كحد أدنى من أسهم الشركة⁵.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 267.

² - عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 57.

³ - أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 73.

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 89.

⁵ - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 116.

يلاحظ في وقتنا الحاضر أن هذه النسبة تختلف من دولة إلى أخرى ومن قطاع لآخر حسب طبيعة الشركة وحجم نشاطها.

د- الحق في رفع دعوى المسؤولية: في حال عدم قيام أعضاء مجلس إدارة الشركة بمهامهم الموكلة إليهم بما تقتضيه نظم التسيير العامة والخاصة بالشركة فمن حق المساهم الشريك بالشركة أن يقوم برفع دعوى المسؤولية¹.

3-3- عند تصفية الشركة له الحق في أخذ نصيب من أصول الشركة: في حالة ما إذا تقرر تصفية الشركة يعطي للمساهمين الحق في الحصول على نصيب من أصول الشركة، جراء امتلاكهم لأسهم قدموها كحصة في رأس مال الشركة، ويكون هذا الحق محدد بمقدار الحصة المساهم بها².

3-4- الحق في عملية التنازل عن الأسهم: للمساهم الحق في عملية التنازل عن الأسهم، وإمكانية نقل ملكيتها إلى فرد، أو مجموعة أفراد إما بإجراء عملية البيع أو منحها كمية أو غيرها، وتعد القوانين والتشريعات والتنظيمات التي تمنع المساهم من هذا الحق ملغاة وباطلة³.

3-5- الحق في البقاء بالشركة: للمساهم الحق في البقاء بالشركة، ويرتبط هذا بإرادته ورغبته، فلا يمكن إلزامه بالبقاء فيها، كما أنه ليس لنا الحق في فصله أو حرمانه لملكيته لأسهمه دون مخالفات صريحة للنظام⁴.

3-6- الأولوية في حق الاكتتاب بالأسهم الجديدة: إذا ما قررت الشركة عملية الزيادة في رأس المال عن طريق طرح أسهم جديدة، فيخول الحق للمساهمين القدامى الأولوية في عملية الاكتتاب بهذه الأسهم المصدرة بعد موافقتهم ومراجعتهم بإعطائهم مهلة زمنية معينة، لتعطى بعد ذلك الفرصة ل طرحها لاكتتاب من طرف المساهمين الجدد⁵.

4- أنواع قيم الأسهم

كما تم من خلال تحديد مفهوم السهم وخصائصه التفصيل في ماهية السهم من حيث أنه جزء من رأس مال الشركة المساهمة، ويقسم عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية غير قابلة للتجزئة مرة ثانية، ويمثل كل جزء منها سهماً، تثبت ملكيته بصك يعطي جملة من الحقوق والواجبات تحددها القوانين العامة والخاصة واللوائح التنظيمية للشركة.

ولهذا السهم قيم عديدة حسب الحالة، من قيم إسمية وقيم إصدار عند التأسيس، أو عند الرغبة في زيادة رأس مال الشركة، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة التصفية، على النحو التالي:

ملاحظة: يحدد القانون حد أدنى وأقصى للقيمة الإسمية للسهم.

4-1- القيمة الاسمية: التعريف الأول: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وينص عليها في العقد التأسيسي للشركة، وتعد قيمة نظرية لتغطية رأس المال المطلوب، وهذه القيمة وظيفة أساسية متمثلة في تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة⁶.

التعريف الثاني: عند تأسيس الشركة تحدد للسهم قيمة اسمية، تدون على شهادة السهم الصادرة للمالكه، ومجموعها يشكل رأس مال الشركة⁷.

4-2- قيمة الإصدار: ((وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها، ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل))⁸.

¹ - شحاته عبد المطلب حسن أحمد، "مدى مشروعيته التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 363

² - أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 74

³ - أحمد محي الدين أحمد، ص: 118

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 89

⁵ - كشاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 146

⁶ - مسعداوي يوسف، "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ"، مرجع سابق، ص: 58

⁷ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 114

⁸ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص: 114-115.

ويأخذ الإصدار شكلين رئيسين من حيث القيمة نوضحها فيما يلي:

أ-قيمة الإصدار عند التأسيس الشركة: تتطلب عملية الإصدار عند تأسيس الشركة مصاريف الإصدار أي التكاليف التي تتطلبها المؤسسات الوسيطة للعملية، والرسوم الحكومية، ومصاريف الإشهار والتعريف بالشركة، وعادة ما تحدد القوانين والأنظمة نسبة مالية محدودة. ومن الناحية الشرعية جائز تماماً، لأن القيمة التي أضيفت إلى قيمة السهم الإصدارية هي عبارة عن تكاليف حقيقية تصرفها الشركة عن العملية.

كما أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في أحكام معيارها الشرعي رقم 21 لأحكام إصدار الأسهم: 2/2 ((يجوز إضافة نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً)).

(معيار معدل) 2/2/1/4 كما يؤكد المعيار رقم 12 (2/2/1/4) للشركة "المشاركة" والشركات الحديثة. (معيار معدل)¹.

ب-قيمة الإصدار عند زيادة رأس مال الشركة: وهذه العملية تأخذ عدة وجوه، وخاصة عندما تقرر الشركة رفع حجم نشاطها لزيادة إنتاجها وما يتطلب من زيادة رأس مالها، حتى تتمكن من توسيع استثماراتها، ونلاحظ في هذه العملية أن تكون قيمة الأسهم الاسمية عند الإصدار الأول مساوية للثانية حتى لا نضر بالمساهمين الأوائل ومصالحهم.

ولهذا نجد أن الشرع الإسلامي حرم التعامل بالأسهم الإصدارية الثانية إذا كانت قيمتها أقل من الأولى.

4-3-القيمة الحقيقية: ((هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها))².

تعد القيمة الحقيقية للسهم مساوية للقيمة الاسمية عند بداية الاكتتاب في أسهم الشركة، وبعد مزاولتها لنشاطها فإن الشركة تُقَيَّمُ على مدى تحقيقها لأرباح أو خسائر جراء عملها، فإن حققت الشركة أرباحاً فإن القيمة الحقيقية للسهم تزيد، أما إذا تعرضت الشركة إلى خسائر فإن القيمة الحقيقية تصبح أدنى من القيمة الاسمية.

أما الحالة النادرة الحدوث وهي عدم تحقيق الشركة لا ربحاً ولا خسارة فتصبح القيمة الاسمية مساوية إلى القيمة الحقيقية، وهذا ما تعمل به الشريعة الإسلامية وهو مبدأ الخسارة والربح.

ولذلك تعد القيمة الحقيقية مؤشر حقيقي لحالة الشركة الربحية أو الخسارة³.

4-4-القيمة السوقية (التجارية): التعريف الأول: ((وهي قيمة السهم في السوق المالي بحسب العرض والطلب، والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية))⁴.

كما يمكن أن نعرفها بـ ((قيمة الأسهم باعتبار قيمة السهم في سوق تداول الأوراق المالية أو البورصة وهي متغيرة بحسب آليات العرض والطلب والمناخ العام للسوق وسمعة ومكانة الشركة وسلامة بيانات وحسابات مركزها المالي الحقيقي)).

التحليل: تعد القيمة السوقية للسهم من أهم المؤشرات التي تقرنا إلى مدى سلامة الشركة وقدرتها على المنافسة في السوق المالية.

ان من أهم العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم الشركة هي:

-البيانات المالية والمحاسبية، وحوكمة الشركات ورشادة تسييرها المالي والإداري، تعمل إلى تقوية المركز المالي للشركة الناتج عن زيادة نشاط الشركة وتحقيق أهدافها؛

-توزيع الأرباح عند نهاية السنة، يعتبر تقدير جيد لدى المساهمين، فكلما ارتفع ربح السهم أدى إلى زيادة الطلب عليه، ومنه ترتفع أسعاره أي قيمته الحقيقية؛

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم 12"، للقسمة الثاني، الشركات الحديثة فرع (2/2/1/4)، ص: 338.

² - محمد عثمان شبيب، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 199.

³ - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 148.

⁴ - مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 16.

- ان الظروف الاقتصادية التي يمر بها موطن نشاط الشركة ومناخه الاستثماري (رواج، كساد، الخ) تؤثر على القيمة الحقيقية (السوقية) للأسهم؛
- الظروف الطارئة وما تسببه من خسائر للقيمة السوقية للأسهم ، كالظروف الصحية (انشار وباء كوفيد-19 - ومتحوره)، او السياسي (كالانقلابات، والمظاهرات، وعدم الاستقرار الاجتماعي)، او الكوارث الطبيعية (كالزلازل، والتقلبات الجوية العنيفة)؛
- من الناحية الفقهية يجوز تداول الاسهم في سوق الاوراق المالية للبيع بأكثر او اقل من قيمتها الاسمية؛

المطلب الثاني: أنواع الأسهم في السوق المالية الإسلامية

تمهيد:

للأسهم أنواع عديدة منها حسب طبيعة الأسهم المساهم بها في الشركة هل هي أسهم نقدية أو أسهم عينية، كما تأخذ نوعاً آخر من حيث الشكل كالأسهم الاسمية أو لحاملها، أو أسهم لأمر، كما يوجد نوع آخر يبنى عن الحقوق التي تعطىها الأسهم لصاحبها كحق الحصول على توزيعات سنوية من أرباح الشركة إن وجدت، كما تنقسم الأسهم من حيث استرداد قيمتها الاسمية قبل انقضاء الشركة وعدم الاسترداد إلى أسهم رأس المال، أسهم التمتع. وستناولها جميعاً بنوع من التفصيل حتى نعرف أهمية أنواع الأسهم ودورها داخل السوق المالية الإسلامية.

1-أنواع الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم

1-1- الأسهم النقدية (Cash Shares): ((وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقداً وهذه الأسهم جائزة بالإتفاق وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقداً، الذهب أو الفضة، أو ما يقوم مقامها من الأوراق النقدية في عصرنا))¹.

ويلاحظ من خلال هذا التعريف أن تدفع الأسهم النقدية نقداً، وهي جائزة من ناحية الشريعة الإسلامية، على جواز أن تكون حصص الشركاء من الاثمان (الدراهم والدنانير) ويقاس عليها النقود المتداولة بين الأفراد. ويرى الفقيه ابن قدامة المقدسي: ((ولا خلاف في أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير، فإنها قيم الأموال، واثمان البيعات، والناس يشتركون بها من لدن النبي صلى الله عليه وسلم إلى زماننا من غير نكير))².

1-2- الأسهم العينية (Vendor's Shares): ((وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم بدفع قيمتها عقاراً أو منقولاً))³.

ويلاحظ في هذا النوع من الأسهم اختلاف فقهاء الأمة (يسمونهم بالعروض) بين جوازها المطلق وبعضهم الآخر بشروط ومنهم من يرفضها تماماً.

ونذهب إلى جواز الاشتراك بالعروض مقومة (الأسهم العينية مقومة) لما ذهب إليه الإمامين مالك (المالكية) وأحمد بن حنبل (الحنبلية)، ويعتمد هذين الإمامين الجليلين على: تقديم العروض (الأسهم العينية) وتقييمها بقيمة نقدية، وتصبح محل الشركة، وعليه يتحقق الضمان⁴.

ومع تطور طرق القياس والحساب ووجود النقود كمقياس للقيم ووسيط للتبادل أصبح بالإمكان تقييم للحصة العينية كمجرد تقديمها إلى الشركة وتصبح تحت ضمانها.

1-3- الأسهم المختلطة (Mixture Shares): ((وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم، ويدفع قيمتها مختلطاً بالنقد والعين كمن يصبح مساهماً بعقار ومبلغ نقدي))⁵. وهذا النوع جائز شرعاً، لأن الجانب العيني يُقَوَّمُ بِالنَقْدِ كما ذكر سابقاً.

2-أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها

تصنف الأسهم حسب الشكل الذي تأخذه إلى:

1-2- الأسهم الاسمية (Nominal Shares): التعريف الأول ((وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها، وتنتقل بالقيود في سجل

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 94

² - ابن قدامة المقدسي، "المغني"، (تحقيق طه محمد الزيني)، الجزء الخامس، كتاب الشركة، المادة 3574، مكتبة القاهرة، القاهرة، مصر، 1969، ص: 12-13

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 94

⁴ - ابن قدامة المقدسي، المغني، تحقيق عبد الله بن عبد المحسن التركي، عبد الفتاح محمد الحلوي، الجزء السادس، كتاب البيوع

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 96

المساهمين بالشركة¹.

التعريف الثاني: "هي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات"². ومنه نجد أن هذه الأسهم يمكن تعريفها من خلال الجانب الإجرائي والفني كالتالي:

((الأسهم الاسمية هي الأسهم التي تُدوّن شهادة السهم اسم صاحبها، ويتم تقيد اسم المساهم في سجل المساهمين الخاص بالشركة، وتتم عملية التداول، والبيع ونقل الملكية بتقيد اسمه في سجلات الشركة)).

ويجمع علماء الفقه على جوازها. ويرى كثير من المشرعين في أغلب الدول العربية الأخذ بالأسهم الاسمية، وتكون بعض القوانين تقضى وتأمّر بالالتزام بأن تكون أسهم شركات المساهمة أسهما اسمية.

كما ينص القانون الأردني على أن تكون الأسهم الاسمية هي أسهم الشركات المساهمة الأردنية فلا تصدر أسهم لحاملها ولا أسهم للأمر حتى تتمكن من فرض الرقابة على تداول الأسهم.

2-2- الأسهم لحاملها (Bearer Shares): ((الصك لحامله هو الصك الذي لا يذكر به اسم المساهم، ويعتبر حامل السهم مالكا له، ونظرا لاندماج الحق مع السهم فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية التي تنطبق بشأنها قاعدة-الحيازة في المنقول سند الملكية-)³.

بمعنى آخر هي الأسهم التي لا يتم ذكر اسم المالك، ومكتوب فيها لحاملها، الذي يعتبر هو صاحب السهم، يتم تداولها ونقل الملكية من البائع إلى المشتري، ويشترط فيها القيمة النقدية للسهم كاملة.

كما تحظر بعض القوانين كالمصري والكويتي والأردني ذلك، إلا أنه بعد صدور المعيار الشرعي رقم (21/رقم 8/2) المتعلق بأحكام إصدار الأسهم لشهر نوفمبر 2017* وذكر بأنه يجوز أن تكون هذه الوثيقة (السهم) باسم المالك أو لأمره، أو لحاملها.

وعليه فإن كثير من التشريعات لبعض الدول العربية والإسلامية العضوة في هذه الهيئة واعتمادها على معاييرها كمستند شرعي يفصل في جواز أو تحريم الكثير من المعاملات المالية المعاصرة، أخذت بقبول هذا المعيار، مع وضع شروط تضبط هذا النوع من الأسهم من التلاعب عند التداول وهذا بإصدار قوانين عامة، مع أخذ كل هيئات الرقابة المالية في الأسواق المالية بإيجاد نظم ولوائح تحدد تقنيات التداول حفاظا على مصالح المساهمين من ذوي النيات السيئة ومحترفي الغش والتدليس التي يحرمها الشرع الإسلامي.

2-3- أسهم الأمر أو لإذن (أذنية) (An Order Shares): ((وهي التي يذكر اسم مالكها، مع النص لكونها بإذنه وإصدار هذا النوع من الأسهم جائزة شرعا)⁴.

يعتبر هذا النوع مع تطور الأسواق المالية وميكانيزمات عملها قليل التداول، كما يذهب الكثير من علماء الشريعة بجوازها ومبرهم في هذا هو: إن عنصر الجهالة غير موجود، ومعرفة الشريك المساهم الأول والثاني وحتى الثالث الذي يظهر له السهم.

ولهذا فإن عملية الإصدار والتداول لا تؤدي إلى نزاع أو ضرر، وتتم عملية نقل الملكية من مساهم إلى مساهم جديد بالبيع أو التنازل يعبر جائزا شرعاً، ويرى البعض الآخر بعدم شرعيتها لأنها تصدر سائيه مجهولة لغير مساهم معين يتأتى منه تظهيرها⁵.

¹ - عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 58

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 59

³ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" مرجع سابق، ص: 60

* - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، "المعيار الشرعي رقم 21، أحكام إصدار الأسهم رقم 8/2"، المعايير الشرعية التي تم اعتمادها في نوفمبر 2017، ص: 567

⁴ - مفتاح صالح، سلطان مونية، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية"، بحث منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية - العدد الثالث عشر، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، جوان 2013، ص: 278

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 91

3-أنواع الأسهم من حيث نوع الحقوق الممنوحة إلى مالكيها

يمكن تصنيف الأسهم من حيث نوع الحقوق الممنوحة إلى مالكيها إلى:

3-1- الأسهم العادية (Common Shares): التعريف الأول ((وهي جزء أو حصة في رأس مال شركة المساهمة يطرح بقيمة إسمية للاكتتاب العام ويمكن تداولها إلا أنها غير للتجزئة))¹.

التعريف الثاني ((وهي التي تتساوى في قيمتها، وتعطي للمساهمين حقوقاً متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى، ويتحمل الخسارة يقدر أسهمه))².

هناك أنواع من الشركات وفقاً للقوانين المنظمة للشركات والأسهم وفقاً تستطيع أن تصدر أسهماً متفاوتة في الحقوق وهي غير جائزة شرعاً باتفاق الفقهاء، لأن الأصل في العملية هو السهم الواحد يعطى نفس الحقوق للمساهمين لكونها كما رأينا متساوية القيمة وغير قابلة لعملية التجزئة ويبقى الاختلاف إلا في عدد الأسهم التي تعبر عن نصيب المساهم في جزء من رأسمال الشركة.

ومن ناحية أخرى تعتبر الأسهم العادية:

-مصدر تمويل دائم؛

-يخفف من نسبة الديون إلى الهيكل التمويلي للشركة؛

تحول الأسهم العادية كذلك³:

أ-الحق في حضور جلسات الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها؛

ب-إذا كان مالك السهم يحوز على الأدنى المطلوب لعملية الترشيح للعضوية في مجلس إدارة الشركة يحق له ذلك؛

ج-الحق في الحصول على نصيب من الأرباح السنوية المحققة للشركة وفي حالة اتخاذ قرار توزيعها؛

د-الحق في الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها؛

هـ-حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها؛

و-حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، عن طريق البيع في السوق المالية أو غيرها من الطرق؛

ي-حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة للشركة؛

ر-حق الاطلاع على دفاتر ومستندات وأوراق الشركة؛

3-2- الأسهم الممتازة (Preferred Shares):

التعريف الأول: ((وهي الأسهم التي يكون لحامليها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية))⁴.

التعريف الثاني: ((تعطى لأصحاب الأسهم الممتازة حقوقاً خاصة لا توجد في الأسهم العادية لجذب الجمهور للاكتتاب بها))⁵.

إن الملاحظ على الأسهم الممتازة والأسهم العادية أن كلا منهما ليس لها تاريخ استحقاق محدد ولا لهم الحق في استرداد ما شاركوا به

من رأس مال الشركة قبل انقضائها، إلا أن هناك فروقاً بينهما يمكن توضيحها في الآتي:

تتميز الأسهم الممتازة أن لها حقوقاً إضافية متمثلة في⁶:

أ-الحق في الحصول على الأرباح الثابتة القيمة مهما كانت نتيجة الشركة ربحاً أم خسارة (تقرير نسبة معينة من الأرباح قبل توزيعها بالتساوي

¹ - محمود فرج عبد الحليم، "الأسواق المالية والبورصات"، طبع مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب العلمي، صنعاء، اليمن، 2013، ص: 51.

² - شعبان محمد إسلام البرويري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 91-92.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 121.

⁴ - نفس المرجع، ص: 121.

⁵ - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي" مرجع سابق، ص: 201.

⁶ - نفس المرجع، ص: 201.

على المساهمين ككل)؛

ب-الحق في استعادة القيمة الكاملة للسهم عند حدوث تصفية للشركة؛

ج-الحق في منح مالك السهم الممتاز أكثر من صوت في الجمعية العامة؛

كما ان لها حقوق أيضاً¹ :

أ-منح أصحاب الأسهم الممتازة الحق في التحويل إلى أسهم عادية؛

ب-الحق في أولوية الترشح لعضوية مجلس الإدارة،

ج-الحق في الاحتفاظ بمستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يتم فيها توزيع من أرباح السنوات السابقة؛

كما يعتبر الكثيرون ان هناك مبررات تجبر الشركات على إصدار الأسهم الممتازة:

الأول: عندما لا يتم الإقبال على الاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة من طرف المكتتبين؛

الثاني: إعطاء المساهمين القدامى امتيازات للاحتفاظ بأسهمهم من جهة، وأيضاً لما بذلوه من جهود حثيثة لإنجاح الشركة.

3-3-المنظور الفقهي للأسهم الممتازة:

-لا يجوز إصدار هذا النوع من الأسهم، لما لها من أفضلية على الأسهم العادية، نظراً للتساوي في القيمة وبالتالي في الحقوق، كما لا يجوز أن يكون لها الأولوية في نسبة معينة من الأرباح أو في التصويت لدى الجمعية العامة، أو استرداد هذه الأسهم كاملة عند اتمام عملية التصفية قبل حملة الأسهم العادية أو الحصول على نسبة من الأرباح ثابتة سنوية مهما كانت نتيجة الشركة بالربح أو الخسران². فهي غير جائزة في حكم الفقه الإسلامي وتعد زيادة لا تقابلها إضافات في المال المدفوع أو العمل أو الضمان، وعليه نرى أن هذا النوع من الأسهم يتضمن الربا الذي تحرمه الشريعة الإسلامية، وتخالف مبدأ المخاطرة والمشاركة في العُثم والغُرم، على قدر الحصص المساهم بها. ((تفسد الشركة إذا وقعت بشرط التفاوت في الربح))³.

-أما عن الحق في أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى عند تقرير إعادة زيادة رأس المال على المكتتبين الجدد فهو جائز شرعاً، لأن لهم الحرص الكامل تبقى الشركة منحصرة بينهم كمساهمين، وفقاً لحق الشفعة* المقررة في الشريعة الإسلامية.

4-أنواع الأسهم باعتبار التصويت

4-1-الأسهم المصوتة (Voting Shares): ((وهي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحقوق الإدارة والتصويت والانتخاب، وهي جائزة شرعاً))⁴.

4-2-الأسهم غير المصوتة (Non-Voting Shares): ((وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون للمالكها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشح لعضوية مجلس إدارة الشركة))⁵.

يلاحظ على هذين النوعين من الأسهم المنظمة حسب اعتبار التصويت أن القانون الأساسي للشركة هو الذي يحدد الشروط العملية التي تعتمد بالأساس على قيمة المبلغ المالي لهذه الأسهم، الذي يكون أقل أو يصل إلى مستوى معين يحدده القانون، ويقتصر مساهمتهم في الحصول على حق الاستفادة من أرباح الشركة بقدر مساهمتهم في هذا النوع من الأسهم.

¹ - عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي" مرجع سابق، ص: 60

² - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 93

³ - محمد بن عبد الله بن علي، "الخرشي على مختصر سيدي خليل"، المجلد السادس، دار الفكر، (د.ط.ت) بيروت، ص: 45

* الشفعة: أحقية الشريك من انتقال حصة شريكه إليه، وهذا الكلام يستدل به من الحديث النبوي الشريف، لما رواه جابر أنه قال " قضى رسول الله صلى الله عليه وسلم، بالشفعة فيما لم يقسم فإذا وقعت الحدود وصرفت الطرق فلا شفعة" متفق عليه.

انظر الى: ابن حجر العسقلاني، فتح الباري شرح صحيح البخاري، كتاب الشفعة، حديث نبوي رقم 2257، المجلد الرابع، ص: 436.

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 96

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 96

5-أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه

ينقسم هذا النوع من الأسهم من حيث استرداد القيمة الاسمية لها قبل انقضاء الشركة وعدم الاسترداد إلى:

5-1-أسهم رأس المال: التعريف الأول:((وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة، أو انقضائها بأي سبب من أسباب الانقضاء))¹.

التعريف الثاني:((وهي الأسهم التي لا تستهلك ولا ترد قيمتها مادامت الشركة وهذه جائزة شرعا))².

التعريف الثالث:((وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها، وهذا النوع جائز شرعا، فهو الأصل والقاعدة في الشركات))³.

ومن خلال التعاريف الثلاثة السابقة ونظرا إلى طبيعة العملية فإنه يمكن تعريفها كالتالي:

((وهي الأسهم التي يساهم بها الشريك بحصته في رأس المال الشركة، ولا تستهلك قيمتها إلا في حالة الانقضاء الزمني أو التصفية النهائية للشركة وهي جائزة من الناحية الشرعية)).

التحليل: في الشركات المساهمة يعتبر جوهر وجودها هو مساهمة الشركاء بها، بنصيب معين برأس مالها متمثلا بعدد الأسهم التي بحوزة المساهم، ولبقاء الشركة دائمة يجب المحافظة على رأس مالها الذي أصبح أصول متنوعة يتعذر تصفيتها لحساب أحد المساهمين، لما تحدثه من أخطار مضرة بالشركة.

ولهذا وجدت الأسواق الأوراق المالية كمنخرج لأي شريك مساهم بريد السيولة، فما عليه إلا بيع أسهمه بقيمته السوقية (التجارية) عند تاريخ البيع وذلك حسب ظروف السوق المالية، و مستوى الشركة، وعلى الشريك المساهم أن يراعي مختلف التقنيات الفنية التي تنظم السوق والمتحكمة فيه.

كما أنه بالمقابل لا يمكن أن نجبر أي مساهم على الخروج من الشركة، ويمكن أن يتم هذا إلا في الحالات الاستثنائية.

5-2-أسهم التمتع: التعريف الأول:((تعرف أسهم التمتع بأنها الصكوك التي يستلمها المساهم والتي بمقتضاها يحصل على القيمة الاسمية لسهمه على أثر عملية تسمى باستهلاك رأس المال))⁴.

التعريف الثاني: وهي الأسهم التي تقوم الشركة باستهلاكها، وتعمل الشركة على ارجاع قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، كما يبقى صاحب هذا النوع من الأسهم متمتعا بحقه في إمكانية الحصول على الأرباح، وحق التصويت في الجمعية العمومية، وتسمى هذه العملية "استهلاك الأسهم"⁵.

التعريف الثالث: وهي الأسهم التي ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجيا أو دفعه واحدة وهذا أثناء بقاء الشركة قيد النشاط وتسمى هذه العملية "استهلاك الأسهم" أو عملية "اطفاء الاسهم" ودون انتظار عملية التصفية أو انقضاء الاجل.

- يجب أن لا يكون استهلاك الأسهم إلا من الأرباح، أو الاحتياطي؛

- لا يكون استهلاك الأسهم من رأس المال لأنه يعد ضمانا لحقوق الدائنين؛

- لا يتم استهلاك الاسهم إلا بوجود نصا مذكور في نظام الشركة أو قرار من الجمعية العامة الغير عادية التي لها صلاحيات تعديل نظام الشركة⁶.

¹ - ديان محمد ديان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، مرجع سابق، ص: 159

² - مفتاح صالح، سلطان منية، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 278

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 97

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" مرجع سابق، ص: 273

⁵ - محمد عثمان شبيب، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي"، مرجع سابق، ص: 201

⁶ - ديان بن محمد الديان، "المعاملات المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 160

التحليل والمنظور الفقهي: هناك أسباب متعددة تدفع بالشركة أثناء نشاطها إلى استهلاك أسهمها وهي¹:

أ-إذا تحصلت الشركة على امتيازات الدولة أو غيرها من الهيئات العمومية، لفترة زمنية معينة لاستغلال إحدى الموارد من الثروات الطبيعية، أو إحدى المرافق العامة التي تؤول في الأخير أصول الشركة للجهة المانحة للإمياز وتصبح ملكا خاصا بها؛

ب-هناك بعض النشاطات للشركات تحتك أصولها مع مرور الزمن بالاستعمال ومن ثم يصعب حصول المساهمين على قيمة أسهمهم عند انقضاء وجود الشركة؛

وأمثلة الشركات على ذلك:

-الاستثمار في السفن البحرية أو سيارات النقل بالنسبة للعنصر أ.

-وشركات المياه، والسكك الحديدية، والكهرباء والتنقيب على البترول ونحوها بالنسبة للعنصر ب.

والماء والسكك الحديدية.

5-2-1- الطرق التي تتم بها عملية إستهلاك الأسهم²:

أ-الاستهلاك الشامل: بأن يرد إلى المساهمين كل سنة جزء من القيمة الاسمية للسهم حتى يتم استهلاكها جميعا عند انقضاء مدة نشاط الشركة؛

ب- الاستهلاك الجزئي: عن طريق القرعة السنوية لعدد من الأسهم، المراد من المساهمين استرداد قيمة أسهمهم الاسمية؛

ج- عملية الاستهلاك الداخلي: وهي شراء الشركة لأسهمها وإعدامها؛

5-2-2-آثار عملية الاستهلاك: مما يترتب على عملية الاستهلاك للأسهم³:

-خروج المساهم الذي استهلك أسهمه من الشركة؛

-يمكن إعطاء المساهم الذي استهلك أسهمه سهم تمتع يعطيه الحق في الحصول على الأرباح السنوية التي يمكن أن تحققها الشركة؛

-يمكن إعطاءه حقا في أصول الشركة بعد عملية التصفية؛

-له الحق في حضور الجمعية العامة للمساهمين، والتصويت على قراراتها كما أن إعطاء المساهم الذي استهلك أسهمه ليس إجباري،

وإن كان قد أعطي بسبب من الأسباب فإن ما يأخذه سهم التمتع أقل من ما يأخذه صاحب السهم الذي لم يستهلك؛

5-2-3-مقارنة أسهم التمتع بأسهم رأس المال⁴

أوجه الشبه:

أ-يمنح سهم التمتع الحق لصاحبه صفة الشريك وما يترتب عنها؛

ب-يمنح سهم التمتع الحق في التصويت في الجمعيات العامة؛

ج-يمنح سهم التمتع الحق في الأرباح السنوية؛

د-يمنح سهم التمتع الحق في موجودات الشركة عندما تتم عملية التصفية، بعد اسفاء حقوق أصحاب الأسهم التي لم تستهلك حقوقهم من الشركة؛

أوجه الاختلاف:

أ-ينص نظام الشركة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الارباح (يسمى الربح الثابت)، ثم يوزع فائض الأرباح على بقية

1 - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" مرجع سابق، ص 274

2 - ديبان بن محمد الديان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، مرجع سابق، ص:161

3 - د ديبان بن محمد الديان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، مرجع سابق، ص:162

4 - نفس المرجع، ص:162.

أسهم رأس المال وأسهم التمتع بالتساوي فيما بينهم.

ب- عند حل الشركة وتصفية أصولها لا يشترك أصحاب أسهم التمتع في قسمة أصولها إلا بعد أن يأخذ أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم، وهذا لأن القيمة الاسمية لأسهم التمتع قد استهلكت من قبل.

5-2-4- المنظور الفقهي لاستهلاك الأسهم: اختلف الباحثون المعاصرون في المجال الفقهي في موضوع استهلاك الأسهم من محرم، ومحلل وذلك حسب الطريقة العملية التي تبني عليها أركان وفتيات استهلاك الأسهم، وبدون الدخول في التعمق لموضوع الخلافات يمكن أن نوجزها كالتالي:

1- جواز والقبول الفقهي لاستهلاك الشامل (الكلي):

- إذا تم الاستهلاك لجميع الأسهم وينسب معينة من قيمة الأسهم المستهلكة وبصورة تدريجية إن تتم عملية استهلاكها جميعاً وفي مدة زمنية واحدة، فهو جائز.

- كذلك إذا تم استهلاك الاسهم بواسطة اقتطاع مبلغ محدد من الأرباح السنوية للشركة، وإيداعه باسم المساهمين إلى أن يصل لقيمة الأسهم جميعاً إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازاتها فيأخذوه فهذا أيضاً جائز شرعاً.

والجواز الشرعي للطريقتين السابقتين اعتمد على كونهما يمثلان دفع مبلغ مالي يعد جزءاً من أرباح أو من أصول الشركة، وتعتبر تصفية جزئية مستمرة في كل سنة تصل إلى نهايتها، وتنتهي معها أصول الشركة كما أشار الفقهاء في هذه الحالة لا يجوز وجود أسهم تمتع ويترتب الاستهلاك على أساسها، لأنه يجب أن تعتبر أن جميع المساهمين متساويين في الحقوق التي يعطيها السهم العادي¹.

2- استهلاك الأسهم بواسطة إجراء القرعة:

اختلف الفقهاء في تحليل أو تحريم استهلاك الأسهم عن طريق إجراء القرعة، فمنهم من يجعل العملية جائزة شرعاً وفريق آخر يرى بعدم جوازها ولكل فريق أدلته التي يعتمد عليها، ونرجح الرأي الذي يقول:

((جواز الاستهلاك إذا كان ذلك منصوباً عليه في نظام الشركة، وقد دخل المساهم على ذلك، إلا أن من استهلكت أسهمه لا يعتبر قد خرج من الشركة بذلك أو انقطعت علاقته بها))².

¹ - د. ديبان بن محمد الديبان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، مرجع سابق، ص: 163.

² - نفس المرجع، ص: 170.

المبحث الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لعملية إصدار وتداول الأسهم

تمهيد:

تعد الأسهم من أهم الأدوات المالية المستخدمة منذ زمن طويل وبأشكال مختلفة كوسيلة لانتقال الأموال الفائضة إلى قنوات العجز المالي لتكوين شركات متعددة، وتختلف أنشطتها لتكوين رأس مال يستثمر في الشركات المساهمة عموماً والإسلامية بشروطها وضوابطها الشرعية.

إذا تقوم هذا الشركات بعملية إصدار الأسهم كخطوة أولى بعد الالتزام والانضباط بكل الشروط الفنية والقانونية للعملية. والخطوة الثانية هي إتمام عملية الاكتتاب لجذب جمهور الأفراد للحصول على الأموال، ويترتب عليها حقوقاً يكتسبها المساهمين. وتتم كل هذه العمليات من إصدار واكتتاب في سوق الإصدار المسماة بالسوق الأولية التي تنظمها التشريعات القانونية والضوابط الشرعية.

ثم تنتقل إلى السوق الثانوية أو سوق التداول لهذه الأسهم من بيع وشراء لأغراض مختلفة من تجار واستثمار، وتعمل هذه السوق أيضاً وفق الشروط القانونية والضوابط الشرعية.

ولمعرفة أكثر للعمليتين الأولى الإصدار والثانية الاكتتاب وشروطها وضوابطها القانونية والشرعية تم تقسيم المبحث إلى:

المطلب الأول: الضوابط القانونية لعملية الإصدار

المطلب الثاني: الضوابط القانونية لعملية التداول

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية الإصدار والتداول

المطلب الأول: الضوابط والشروط القانونية لعملية الإصدار

تمهيد:

الإصدار عملية فنية تطورت مع توسع أسواق الأوراق المالية، وللشركات بمختلف أشكالها القانونية وأهداف أنشطتها الإنتاجية أو الخدمية، تضبطه قوانين وتشريعات ولوائح تحدد الجهة المصدرة للأوراق المالية ونوعيته وشكله، وحجمه، وأسعاره، وللدراسة وشرح العملية نتناولها في النقاط التالية:

1- الضوابط القانونية

لعملية إصدار الاسهم مجموعة من القوانين والإجراءات المقيدة للعملية الفنية للإصدار من حيث الطبيعة والشكل والقيمة وكيفية التسعيرة، ويمكن شرح ذلك بالاسترشاد ببعض القوانين المنظمة للبورصة المصرية باعتبارها من أعرق الأسواق العالمية وأولى البورصات العربية لمالها من تشريعات قانونية نذكر منها:

1-1- قوانين كيفية إصدار الأسهم: المادة (1) 1: أ- ((يقسم رأس مال الشركة المساهمة وحصة الشركاء غير المتضامين في شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم إسمية متساوية القيمة)) ؛

- ((ويحدد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية)) ؛

- ((ويكون السهم غير قابل للتجزئة)) ؛

في حالة زيادة رأس مال الشركة تنص **المادة (1) 1** أيضا على: ((ويجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس المال بقيمة مغايرة لقيمة الأسهم من الإصدارات السابقة وتكون للأسهم الجديدة ذات حقوق والالتزامات الإصدارات السابقة)) ؛
نلاحظ ان هذه المادة تحدد:

- عملية تقسيم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم إسمية ذات القيمة المتساوية؛ وعن الإصدار الأول عند إنشاء الشركة

ب- المادة (4) 2: - لا يجوز لأي شخص اعتباري أن يقوم بعملية إصدار للأوراق المالية الا بعد أن يقوم بعملية إخطار الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية بموافاتها بكل المستندات القانونية المرفقة بالأخطار، ولها التقدير في منح الموافقة أو التحفظ أو الرفض وذلك بإتباع آجال زمنية يحددها التنظيم.

ويحدد قانون الاوراق المالية الأردني مهام هيئة مراقبة سوق الأوراق المالية في المادة رقم (41) 3 كما يلي:

- التدقيق في المعلومات المقدمة المتعلقة بنشرة الإصدار وما مدى مطابقتها للقوانين والتنظيمات المعمول بها وذلك حماية للمستثمرين وضمان الاستقرار والسيولة الحسنة للسوق المالي؛

- إذا وجد ضمن نشرة الإصدار تدليس أو التصريح بمعلومات وبيانات غير صحيحة، أو أنها لا تتضمن أيضا معلومات دقيقة تعطي للمستثمرين إمكانية اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

- كما تتولى الهيئة 4:

- ((تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها)).

¹ - المادة رقم 1، من "قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992"، (الباب الأول: إصدار الأوراق المالية)، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد رقم 25 (مكرر) الصادر بتاريخ 1992/06/22، ص: 2

² - المادة رقم 4، "لقانون رقم 17 لسنة 2018 المعدلة لبعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992"، الصادرة بالجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، العدد رقم 10 مكرر (هـ)، في 14 مارس سنة 2018.

³ - المادة رقم 41، "قانون الأوراق المالية رقم 76"، الجريدة الرسمية للملكة الاردنية الهاشمية، العدد 6280، 2002

⁴ - المادة 8، "قانون الأوراق المالية المعدل رقم 18" الجريدة الرسمية للملكة الاردنية الهاشمية، العدد 5460، 2017

* المادة (4) مستبدلة بالقانون رقم 17 لسنة 2018، (الجريدة الرسمية العدد 10 مكرر (هـ)، في 14 مارس 2018

-((ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية)).

-((تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون)).

ج-فيما يخص طرح الاكتتاب: لا يمكن طرح اوراق او ادوات مالية في اكتتاب عام للجمهور الا بناءً على نشرة اكتتاب معتمدة من هيئة سوق الاوراق المالية، والالتزام بنماذجها ووفقاً لشروطها واجراءاتها القانونية. كما تحدد هيئة رقابة السوق المالي ملخص نشرة الاكتتاب او تقرير الافصاح وفقاً لوسائل النشر المحددة قانوناً، كما يمكن ان تصدر الهيئة الضوابط القانونية الواجب الالتزام بها عند طرح اي اوراق او ادوات مالية في عملية الاكتتاب العام او الخاص وذلك حسب طبيعة نوع الورقة او الاداة المالية¹.

د- تشترط معظم هيئات رقابة السوق المالية على الشركات المساهمة العامة، تقديم (تقرير مفصل عن الجدوى الاقتصادية) للنشاط الاقتصادي الذي ستزاول اعماله قبل ان يتم الموافقة على عملية طرح الاصدار لمختلف الاوراق المالية الى عملية الاكتتاب العام. و- تعطي هيئة الرقابة الترخيص لبنوك الاستثمار وللشركات المالية، الحق في القيام بالمراقبة الفنية لعملية الاصدار وتغطيته مقابل هامش ربحي مقابل الخدمات المقدمة.

ر- لعملية اكتتاب الاسهم المطروحة مدة زمنية محددة عادة لا تقل عن 30 يوماً او تزيد عن 90 يوماً.

1-2-2-طبيعة النوع وحجم الإصدار

1-2-1-طبيعة نوع الإصدار: من خلال دراستنا لطبيعة نوعية الاسهم، صنفنا إلى أسهم نقدية، وأسهم عينية، وأخرى أسهم إسمية... الخ، ويرجع للشركة المساهمة حسب طبيعة نشاطها وموقعها داخل السوق، ومعدل رقم أعمالها وهامش ربحها، كذلك طبيعة التركيبة المالية من الأموال الخاصة وأموال الديون وطبيعة التركيبة البشرية للمستخدمين من حيث الاختصاص والتكوين والمردودية، كل هذه المعطيات تعطي مستوى قوة المؤسسة في قدرتها على جذب المستثمرين لعملية الاكتتاب في الأسهم المصدرة من طرف الشركة. إذا المعطيات السابقة تعطي لمجلس إدارة الشركة اتخاذ القرار المناسب في نوع الإصدار المناسب لطبيعته ونوع السهم. ويخضع قرار الشركة إلى موافقة الهيئة التي توافق وتحدد نوعية الأسهم التي سنقوم بعملية إصدارها. وتختلف الأسواق المالية في مختلف الدول العربية أو الدولية في فرض شروط وبيانات معينة للشركة حسب قوانينها الخاصة بتنظيم وعمل هذه الأسواق. فنجد أن القاعدة المشتركة فيما بينهم تعتمد على النظام التأسيسي للشركة هو الذي يعين طبيعة الأسهم (إسمية أو لحاملها).

-لقد حدد القانون لجمهورية مصر العربية الشروط الواجب توافرها والزامها للتطبيق وفقاً لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1995 1-2-2-حجم الإصدار: تقوم معظم القوانين المنظمة للأسواق المالية الحديثة بعملية تحديد حجم الإصدار، وهذا لتحقيق السير الحسن للسوق المالي وعدم إغراقه بإصدارات إضافية تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، وعليه فإن حجم الإصدار يتم على أساس قدرة السوق على تصريف الأوراق المالية الجديدة.

ومن هنا يتضح أن حجم الإصدار يتباين من سوق مالية لأخرى، حسب اتساعها وقوة نشاطها، وتبقى هيئة مراقبة السوق سلطة التقدير وعملية منح التراخيص المناسبة للإصدار، ويمكن تحديد التقديرات الخاصة بالهيئة فما يلي:

-طبيعة نوعية السهم؛

-تحديد نوعية الإصدار هل هو عند تأسيس الشركة أو في حالة زيادة رأسمالها؛

¹ - المادة رقم 4، لقانون سوق رأس المال المصري رقم 17 لسنة 2018، ص:2.

-تحديد نوعية الطرح في اكتتاب عام أم خاص؛

1-2-3-عملية تسعير الإصدار: يتفق أغلب المختصين في الأسواق المالية أن تحديد السعر المناسب الذي سيبيع به السهم عند الإصدار يعتبر ذو أهمية كبيرة ويعتمد على إجراءات تقنية تدرس السعر الذي يتناسب من قيمة الشركة. وعملية تحديد سعر الإصدار تشرف عليه الجهات المختصة التي ستعمل على إمكانية تصريفه وذلك بدراسة كل الجوانب المؤثرة على السعر. ولالإصدار حالتان الأولى حالة الإصدار الأولية المتعلقة بتأسيس الشركة أو الحالة الثانية المتعلقة بالإصدارات التي تتم عند زيادة رأس مال الشركة.

1-الإصدار الأولية عند عملية تأسيس الشركة: يحدد عادة القانون الحد الأعلى والأدنى للسهم، ويقوم المؤسس للشركة القيمة الاسمية للأسهم المناسبة لوضع الشركة، كما تعمل القوانين التشريعية على ضبط إجراءات ترويج المعلومات والدعاية للشركة والترويج لأسهمها بصورة صادقة بدون تضليل، بقصد حماية جمهور المكتتبين من المستثمرين، كما تضبط قوانين تداول الأسهم الحصول على معلومات صحيحة حول المركز المالي للشركة المساهمة.

2-الإصدارات في حالة زيادة رأس المال : عندما تريد الشركة زيادة رأسمالها لأسباب متعددة منها توسيع نشاطها، أو زيادة ملاءتها المالية أو غيرها.... فإن القيمة السوقية للأسهم الجديدة المصدرة تكون قريبة من الناحية السعرية للأسهم الأصلية للشركة التي هي في حالة تداول، وهذا لإشعار المستثمرين الأوائل أو الجدد بعدالة التسعيرة الجديد اعتماد على قيمة السوقية المتداولة .

2-ضوابط عملية الاكتتاب والتصريف للإصدارات:

2-1-ضوابط عملية الاكتتاب:

-يتم إنشاء شركة المساهمة عن طريق تقسيم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة الاسمية عند الإصدار، وتتم العملية بطرح الأسهم المصدرة للاكتتاب العام أي لعموم الجمهور من المستثمرين ذوي الفائض المالي.

-أما إذا كانت الشركة في حالة نشاط فتقوم بإصدار أسهمها الجديد لزيادة رأسمالها للاكتتاب الخاص أي العرض موجه إلى أفراد محددين مثلاً المساهمين الموجودين شركاء في الشركة وتتم كما ذكرنا سابقاً الإصدار في السوق الأولية (سوق الإصدار) بواسطة البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال والمرخصة من قبل هيئة رقابة السوق المالية.

2-2- نظام الاكتتاب : يشرح قانون هيئة أسواق المال لدولة الكويت نظام الاكتتاب على النحو التالي:

ز-المادة 94-" تكون نشرة الاكتتاب نافذة بعد مضي 30 يوم من تاريخ تقديمها للهيئة مكتملة المستندات والمعلومات والبيانات المطلوبة..."¹

-على الجهة المصدرة أن توفر النشرة للجمهور على عنوان واضح في دولة الكويت²:

المادة 96*-عند تأسيس شركة الأسهم يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب يجب أن، الإفصاح المنصوص عليها بقانون الشركات التجارية الكويتي، إضافة إلى اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال ويجب الإفصاح على:

1-سابقة أعمال الشركة

2-أسماء أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المسؤولين وخبراتهم

3-أسماء حاملي الأسهم الاسمية الذين يمتلك كل منهم أكثر من 5% من أسهم الشركة والنسبة التي يمتلكها.

¹ - المادة 94، "قانون هيئة أسواق المال"، قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته، الصادر بالجريدة الرسمية لدولة الكويت بتاريخ 28/02/2010، ص:38

² - نفس المرجع

*عدلت المادة 96 من القانون رقم 7 لسنة 2010، بموجب القانون رقم 22 لسنة 2015، بتعديل أحكام القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي.

4-موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو تلك المدة التي تلت تأسيس الشركة طبقاً لقواعد الإفصاح التي توضحها اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي وفقاً لنماذج خاصة تضعها الهيئة.¹ وتنص هذه المواد (97)، (98)، (99) من القانون الكويتي على ما يلي:

- تلتزم الشركات المدرجة في بورصة الكويت بالإفصاح عن بياناتها المالية وفق اللوائح التي تصدرها البورصة وتوافق عليها الهيئة.
- تلتزم هيئة الرقابة البورصة بالزام الشركات المدرجة أرقامها أن تقدم الإفصاح من أي تغيير جوهري قد تحدث في هذه الشركات.
- تتحدد الهيئة رسوماً مقابل السماح للجمهور بالإطلاع لدى البورصة أو للحصول على نسخ من نشرات الإصدار والتقارير الدورية والمعلومات والبيانات المودعة لدى البورصة التي تم الإعلان أو الإفصاح عنها.²
- كما يحدد القانون المصري المنظم لسوق رأس المال على في المادة 4 في هذا الخصوص ما يلي:
- " لا يجوز لأي شخص اعتباري مصري أو غير مصري، أيا كانت طبيعته أو النظام القانوني الخاضع له، طرح أوراق أو أدوات مالية في اكتتاب عام للجمهور إلا بناءً على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة، وعلى النماذج التي تعدها الهيئة"³
- كما تحدد هيئة السوق الشروط والإجراءات التنفيذية كالتالي:⁴
- نشر ملخص نشرة الاكتتاب أو نشرة الطرح أو تقرير الإفصاح
- يصدر مجلس إدارة الهيئة الضوابط بحسب نوع الورقة أو الاداة المالية عند الطرح في اكتتاب عام للجمهور أو طرح خاص للمساهمين القدامى.

كما نصت المادة (6) الفقرتان الخامسة والسادسة من نفس القانون على⁵: يجب على الشركة نشر طبقاً للقواعد التي تضبطها مجلس إدارة الهيئة:

- ملخص للقوائم المالية.
- تقرير مراقب الحسابات
- الإفصاح عن المركز المالي للشركة عند تواجه ظروف استثنائية
- كما تنص المادة(8) من نفس القانون على تنظيم اللائحة التنفيذية ل⁶:
- أحكام عروض الشراء وعمليات الاستحواذ على الأسهم وغيرها من الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات المقيدة لها أوراق مالية في بورصات الأوراق المالية.
- الشركات التي طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام أو من خلال طرح عام ولو لم تكن مقيدة في بورصات الأوراق المالية، وبالأخص:
- 1-ضوابط ومتطلبات حماية حقوق الأقلية من المساهمين؛

2-الحالات التي يجب فيها تقديم عروض إجبارية لشراء الأوراق المالية؛

3-الإجراءات التنفيذية ومتطلبات الإفصاح الخاص بعروض الشراء أو عمليات الاستحواذ؛

4- الحالات التي يتعين فيها الإفصاح المسبق أو اللاحق لعمليات الشراء أو بيع الأوراق المالية ببورصات الأوراق المالية؛

2-3-عملية تصريف الإصدارات: تتم عملية تصريف (بيع) الإصدار من أهم العمليات التي تأتي بعد عملية الإصدار، ولها

¹ - المادة 94، "قانون هيئة أسواق المال الكويتي"، قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته، مرجع سابق، ص:39

² - المواد (97)، (98)، (99) نفس المرجع، ص:39

³ - قانون رقم 17 لسنة 2018، بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 المادة 4 لسنة 1992، الجريدة الرسمية العدد 10 مكرر (هـ) بتاريخ 14 مارس 2018، ص:2

⁴ - (المادة 4)، نفس المرجع، ص:2

⁵ - (المادة 6)، نفس المرجع، ص:3

⁶ - (المادة 8)، نفس المرجع، ص:3

جوانبها الفنية المرتبطة بالسوق الأولية وفق ضوابط وآليات قانونية تتجاوز مع العملية من جهة وتحافظ على حقوق المكتسبين من جهة ثانية وذلك بالأساليب المعتمدة التالية:

2-3-1- الأسلوب المباشر: (Direct Approach) ((ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع الأسهم والسندات التي أصدرتها¹.

وتتم هذه العملية في الشركات الكبرى المغلقة، حيث يقوم من ينوب على المؤسسون بعملية التصريف للإصدار وتحصيل أموال الاكتتاب وإعطاء شهادة الأسهم للمستثمرين المكتسبين.

2-3-2- أسلوب المزاد: (Auction Approach) ((تم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار².

2-3-3- الأسلوب غير المباشر: هو قيام الشركة باختيار من ينوب عليها في عملية الاكتتاب والتسويق للأسهم التي قامت الشركة بعملية إصدارها. وتعتمد معظم الشركات في هذه الحالة عادة على بنوك الاستثمار المتخصصة أو المؤسسات مالية أيضا، يحضون بالخبرة الكافية بالعمليات الفنية المناسبة لتصريف الإصدارات وإسداء النصائح اللازمة لعملية الإصدار. وإعداد الدراسات والبحوث الاستقصائية والتحليلية لهذا الإصدار تسبق أي عملية تسويقية، لما ينطوي عليه الأمر من مخاطر كبرى. كما يمكن البنوك الإسلامية القيام بهذه العملية وذلك بالطرق التالية:

الأولى: تلعب البنوك الإسلامية دور الوسيط: إذ تتم عملية الاكتتاب سواء لصالح شخص طبيعي أو معنوي، ويأخذ البنك الإسلامي مقابلا ماديا يتم الاتفاق عليه مسبقا.

الثانية: يقوم البنك الإسلامي بتقديم خدمة الاكتتاب في الأوراق المالية بصفته وكلاء عن الشركة، ويتم الاتفاق بين الشركة والبنك الإسلامي على أساس إحدى الصيغ التالية:

أ- إصدار الأوراق المالية بدون أي ضمان من البنك: وفي هذه الحالة لا يكون البنك الإسلامي مسؤولا عن تغطية الإصدار كاملا وإنما يتقاضى عمولة مالية مقابل ما أمكنه من قدرة على تصريفه من هذه الأسهم المصدرة.

ويلاحظ في هذه الحالة أن البنك هو مجرد وكيل في تصريف الأسهم، بتقديم كل التسهيلات اللازمة لترويج بيع الأسهم للجمهور، وهذه العمولة يستحقها إما على أساس كونه أو جعالة لقاء العمل الذي وكلته الشركة للبنك للقيام به.

ب- إصدار الأوراق المالية بضمان: وهذا يعني أن البنك يكون ملزما بأن يشتري لحسابه الخاص الأوراق المالية التي لم يتم الاكتتاب فيها، بمعنى آخر يعتبر البنك أحد المكتسبين.

بالنسبة لهذه الحالة يكون البنك الإسلامي أجيرا ممن قبل الشركة على ممارسة عملية الاكتتاب، إلا أن عقد الإيجار يتضمن لشرط إلزام البنك بشراء ما تبقى من أسهم عند انتهاء عملية الاكتتاب.

ويعد هذا الشرط ملزم ونافذ حتى ولو لم يكن لدى الطرفين في بداية العقد فكرة محددة عن العدد المتبقي من الأسهم المصدرة وبدون تصريف.

كما يرى بعض العلماء أيضا إمكانية تكييف عملية التصريف على أساس عقد الوكالة، وذلك على رأي مالك وآخرين ممن أجازوا بيع الوكيل لنفسه وعليه يقوم البنك الإسلامي بموجب هذه الوكالة ببيع الأسهم لغيره ولنفسه، ويجوز للوكالة أن تكون بأجره. فالعمولة هي أجره نظيره قيامه بعمله الموكل إليه.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 84

² - نفس المرجع، ص: 84

ج- عملية شراء البنك لجميع الأسهم المصدرة من الشركة: يمكن للبنك أن يلجأ إلى شراء جميع الأسهم التي ترغب الشركة في إصدارها وطرحها للجمهور الاكتتاب، وذلك بسعر أقل من القيمة المحددة للسهم، على أن يتولى البنك عملية عرض الأسهم للتصريف بالتدرج لجمهور الراغبين في عملية الاكتتاب بالسعر المقرر والمعلن عنه، ومن خلاله يكسب المصرف الإسلامي هامش ربح يعبر عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.

ولا يجد الباحثون في هذه العملية ما يتعارض مع الضوابط الشرعية، باعتبار أن المنفعة التي يستحقها البنك الإسلامي بموجبها الأجرة أو الجعالة متحققة في هذه العملية، وما يقدمه البنك لعملائه في عملية الاكتتاب هو منفعة من المنافع المعتبرة شرعاً.

3- الضوابط الشرعية لعملية إصدار الأسهم

نعتمد في تحديدنا للضوابط الشرعية الإسلامية لعملية إصدار الأسهم على مجموعة المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية التي تم الاتفاق عليها واعتمادها في أيار (مايو) 2012م من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIF) للمعيار الشرعي رقم (21) الخاص بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) إذ ينص على:

3-1- أحكام إصدار الأسهم:

-يجوز إصدار الاسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة مثل تصنيع الخمر، أو الاتجار في الخنازير، أو التعامل بالربا، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعاً لذلك إصدار الاسهم التي تتكون منها هذه الشركة¹ يلاحظ من خلال هذا النص للمعيار الشرعي يجوز عملية الإصدار كإجراء في معتاد عليها من طرف الشركات المساهمة في الأسواق المالية.

-ربط عملية الإصدار بالغرض الحلال نشاط الشركة. أي أن الاسهم الصادرة من الشركات يجب أن تكون ذات أغراض مشروعة، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات كشركات الكهرباء وصناعة الأدوية والألبسة والشركات ذات الطابع التكنولوجي ذو الخدمات الحلال الأخلاقية... الخ².

-كما قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بشأن الأسواق المالية بقرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية³:

3-2- الإسهام في الشركات:

أ- تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛

ب- حرمة المساهمة في شركات هدفها الأساسي محرم شرعاً، كتعاملها بالربا أو القيام بإنتاج أو المتاجرة بالمحرمات.

ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات أنشطتها الأساسية مشروعة ولكنها بتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ونحوه⁴.

3-3- ضمان الإصدار UNDER WRITING⁵: عندما يكون هناك اتفاق عند تأسيس شركة المساهمة مع جهة ثانية لتلتزم

بضمان جميع إصدارات الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو عبارة عن إلزام وتعهد بالاكتتاب في كل ما تبقى مما يكتب فيه غيره، وهذه العملية تعد جائزة شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، كما يجوز أن يحصل الملتزم على عمولة مقابل عمل يؤديه (غير الضمان) مثل إعداد الدراسات أو عملية تسويق الأسهم.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، "المعيار الشرعي رقم (21)" الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، ص: 354.

² - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 205.

³ - مجلة المجمع الفقهي الإسلامي الدولي، الجزء الثاني، العدد 6، ص: 1273، والجزء الأول، العدد 7، والجزء الثاني، العدد 9، ص: 5، (القرار رقم 63/1/7) بشأن الأسواق المالية.

⁴ - أنظر القرار رقم 77(8/8) والقرار رقم 87 (4/9).

⁵ - القرار رقم 63 (1/7)، مرجع سابق.

- كما يرى المعيار الشرعي رقم (21) من البند 2.2: ((يجوز إضافة نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً))¹
- والبند 2.3: ((يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة أما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار))²
- والبند 2.4: ((يجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان وهو الإنفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو بشراء جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم، سواء قام بهذه الأعمال المتعهد بالاكتتاب أو غيره، إذا لم يكن مقابلاً عن الضمان))³
- والبند 2.5: ((يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل بقية الأقساط المجمع الفقهي الإسلامي الدولي. شريطة أن يكون التقسيط شاملاً جميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها))
- والبند 2.6: ((لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى إعطائها الأولوية عند التصفية أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية، بالإضافة إلى حقوق الأسهم العادية مثل حق التصويت))
- والبند 2.7: ((لا يجوز إصدار أسهم التمتع وهي تعطي للشريك عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها تدريجياً من خلال الأرباح في أثناء قيام الشركة، وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمتع يحوله الحقوق التي لأسهم رأس المال إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها، حيث يعطى مالك أسهم التمتع نصيباً من الأرباح أقل مما يعطى لمالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم))
- والبند 2.8: ((تعد شهادة الأسهم -وما مقامها- وثيقة تثبت شرعاً ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة بإسم المالك، أو لأمره، أو لحاملها))⁴
- يجب أن تصدر الأسهم عن شركة مساهمة تستوفي شروط قيام الشركة من مبدأ المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر.⁵

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (21)، البند 2.2، ص: 354

² - نفس المرجع، ص: 354

³ - نفس المرجع، ص: 354

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (21)، البند 2.2، ص: 355

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص: 106

المطلب الثاني : الضوابط القانونية لتداول الأسهم

تمهيد

سنتناول في هذا المطلب بعد تحديد مفهوم التداول واسسه، ومبادئه، ومختلف طرق تداول الاسهم داخل الاسواق المالية.

1- مفهوم عملية تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية:

1-1- التعريف اللغوي للتداول: يعرف التداول لغوياً على:

التداول لغة من الفعل، يتداول، تداولاً، أي تداولت الأيدي الشيء: بمعنى تعاقبته ويطلق التداول عادةً على إمكانية نقل المال والمركز والسلطة¹.

وفي القرآن الكريم بقوله عز وجل:

((إِنْ يَمْسَسْكُمْ قَرْحٌ فَقَدْ مَسَّ الْقَوْمَ قَرْحٌ مِّثْلُهُ وَتِلْكَ الْأَيَّامُ نُدَاوِلُهَا بَيْنَ النَّاسِ وَلِيَعْلَمَ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا وَيَتَّخِذَ مِنْكُمْ شُهَدَاءَ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ الظَّالِمِينَ)) (الآية 140 سورة آل عمران).

نجعلها دُولاً بين الناس مصروفة. ويعني بـ "الناس"، المسلمين والمشركين. وذلك أن الله عز وجل أдал المسلمين من المشركين ببدر، فقتلوا منهم سبعين وأسروا سبعين. وأدال المشركين من المسلمين بأحد، فقتلوا منهم سبعين، سوى من جرحوا منهم².

((مَّا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَى رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَى فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسَاكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ وَمَا آتَاكُمُ الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمْ عَنْهُ فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ)) (الآية 7 سورة الحشر).

وجعلنا ما أفاء على رسوله من أهل القرى لهذه الأصناف، كيلا يكون ذلك الفيء دولة يتداوله الأغنياء منكم بينهم، يصرفه هذا مرة في حاجات نفسه، وهذا مرة في أبواب البر وسبل الخير، فيجعلون ذلك حيث شاءوا، ولكننا سننا فيه سنة لا تغير ولا تبدل³.

ويتضح من خلال هاتين الآيتين الكريمتين أن الله عز وجل سبباً مبدأ كونيا الا وهو "التداول" وجعله من الأسس التي تركز عليها مقتضيات حياة الأفراد والمجتمعات بما يخدم مصالحهم.

كما جعل صفة الغنى والفقر متداولة بين مختلف طبقات المجتمع عبر مختلف الأزمنة.

1-2 التعريف الاصطلاحي للتداول: كما يطلق لفظ التداول اصطلاحاً على:

يعتبر التداول إحدى الميزات الأساسية للسهم، ومنه أخذت الشركات شكل شركة المساهمة⁴.

((صفة مرتبطة بسند قابل للانتقال بحسب الطريقة المحددة في القانون التجاري))⁵.

كما يعرف التداول من خلال التفرقة بين السهم والحصة على أنه:

((للسهم حرية الانتقال وهذا معنى التداول، بخلاف الحصة في شركات الأشخاص والتي لا تتمتع بهذه الحرية في إحالتها))⁶.

ومن خلال التعريفات السابقة الفقهية والإصطلاحية، تتفق على ربط التداول بالسهم في تحديد معناه، وهذا ما يساير طبيعة السهم كونه سنداً تجارياً قابلاً للتداول، معبرة عن إحدى خصائصه الأساسية، إلا أن السندات التجارية لا تقتصر على السهم لوحده، بل تشمل السندات، وحصص التأسيس أو الأرباح، وبقية الأوراق التجارية.

¹ - علي بن هادية، بلحسن بليش، والجياياني بن الحاج يحيى، "القاموس الجديد للطلاب"، معجم عربي مدرسي الفباي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991، ص 179

² - محمد بن جرير بن يزيد الطبري، "تفسير الطبري: من كتابه جامع البيان عن تأويل آي القرآن"، حققه وضبطه بشار عواد معروف، وعصام فارس الحرساني، المجلد السابع، مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1994، ص: 334.

³ - نفس المرجع ص: 258.

⁴ - EMMANUEL DU PORTAVICE, et JACQUES DU PICHOT, « Traite de droit Commercial », 3eme édition, éditions Montchrestien paris, 1982, p162.

⁵ - Denis Le Franc et Blanche Soussi -Roubi, «lexique banque et bourse », 4eme édition, Dalloz, 1997, p:159

⁶ - Ripert et Roblot, Xavier Delpech, «les actions, encyclopédie Juridique de droit Commercial », Dalloz, 1995, Tome-1, P6

ويحدد القانون التجاري الجزائري بمختلف مواده القانونية ما يلي:

المادة 715 مكرر 30: ((القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات مساهمة....))¹.

المادة 715 مكرر 40: ((السهم هو السند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها))².

وعلى هذا الأساس أجمع اغلب الفقهاء القانونيين على تحديد تعريف التداول بمفهوم شامل للعملية غير مقتصرة على الأسهم فقط. كما عرف التداول على انه ((التداول أساس تكوين القيم المنقولة والسندات التجارية بصفة عامة))³. من خلال التعريف الأخير وهو الأقرب للعملية الفنية للتداول، إذ يعتبر التداول في ذاته صفة غير مرتبطة بالسهم وحده وإنما ببقية السندات التجارية الأخرى.

إن التداول هو عملية بيع وشراء الأسهم في سوق الأوراق المالية ولفترة صغيرة، بمعنى آخر التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية وبسرعة كبيرة جداً مقارنة بالعمليات التجارية الأخرى.

كما يعتبر التطور التكنولوجي الجديد، و إدخاله في سوق الأوراق المالية أنشأ مناخاً معلوماتياً جديداً أعطى دفعا كبيرا لتسريع مختلف العمليات الفنية التي يطلبها التداول.

2- أسس مبادئ تداول الأسهم:

2-1- حق المساهم في التصرف بأسهمه: من الناحية المادية يعتبر السهم صكا يستعمل كأداة لإثبات حقوق والتزامات تعاقد عليها المساهمين، فتعد الأسهم مستقلة عن عقد الشركة الذي بإستطاعته أن يُكوّن شركة لها رأس مال ونظامها الخاص، ويكوّن المساهمين فيها مكونين لرأس المال.

إن عملية نقل ملكية السهم، تمثل حق للمساهم على الشركة المصدرة للأسهم إلى مساهم آخر يحل محله، ويكون له حقا مستقلاً اتجاه الشركة في الأرباح والإدارة.

إن عملية نقل الأسهم تعبر عن حق المساهم في تداول أسهمه، أي أن يكون للمساهم بصفة دائمة حق التنازل بدون قيود أو شروط، وتندرج ضمن الحقوق الأساسية للمساهم التي لا يمكن المساس بها دون قبول ورضا المساهم.

- إن عملية تداول الأسهم لا يمكن ان تمس برأس مال الشركة، بل إن الجانب الفني لفكرة التداول هي من بين عوامل توسع وتطور الشركات المساهمة، وهي تعطي للجمهور فرص للاكتتاب في الأسهم المطروحة مع حق الاحتفاظ بالتنازل عنها كلما كانت لهم الرغبة في ذلك حسب الظروف الإقتصادية والإستثمارية ذات العائد الأفضل، إن تقنية قابلية السهم لعملية التداول تعطى لمن يريد المساهمة في الشركة الحق في الدخول أو الخروج بكل حرية حسب ما تقتضيه مصلحته.

لقد أصبح السهم بفضل تقنية التداول سلعة تباع وتشترى في سوق الأوراق المالية، وله قوانين تدعمه بالحماية والانضباط، ومنه إعطاء الثقة لدى جمهور المكتتبين على مصير أموالهم المستثمرة، وتكرس عملية التداول السرعة والرواج في عقد الصفقات مما يؤدي إلى اجتذاب أصحاب رؤوس الأموال (أصحاب الفائض).

- يجب أن يتم التنازل على الأسهم وفقا للشكل والإجراءات التي يفرضها القانون لإتمام عملية نقل الملكية أي التداول يحده القانون التجاري والقوانين المنظمة لهيئات تنظيم ومراقبة الاسواق المالية بالطريقة والشكل الذي يتم به التنازل عن الأسهم.

- إن عملية سريان حق المساهم في التنازل عن أسهمه تبدأ من تاريخ اكتساب الشركة الشخصية المعنوية بعد قيدها بالسجل التجاري، وتظل قابلية السهم قائمة حتى بعد صدور قرار انقضاء الشركة وإلى أن تنتهي شخصيتها القانونية بعد انتهاء عملية التصفية وإقفالها.

¹ - المادة 715 مكرر 30، المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، القسم الحادي عشر، "القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة، القسم الفرعي الأول، أحكام مشتركة القانون التجاري الجزائري، الجريدة الرسمية، العدد رقم 43، 1993، ص: 195

² - نفس المرجع، (القسم الفرعي الثاني، الأسهم)، ص: 197

³ - Michael de Juclard et BenJamin ippolito, xavier de pech, les actions, op.cit,p6

- تتأسس شركة المساهمة على الثقة الشخصية للشركاء وفقا للمعلومات المتوفرة على الشركة، لأن شخصية الشريك ليس لها تأثير كبير، فالذي يهم ما يمكن أن يقدمه المساهم من أموال، ولا يهم من هو مالك هذه الأموال "الأسهم"، ومنه نجد أن عملية التداول تترك أثرها على المساهمين، فيعطى للمساهم الحرية التامة في التصرف بأسهمه، وله الحق في الانفصال عن الشركة في أي وقت دون موافقة بقية المساهمين ليتنازل عن أسهمه لشخص أجنبي عنهم، دون أن تتضرر الشركة أو دائنيها، فيحصل المساهم على قيمة أسهمه، بالموازاة الشركة لا ترد له القدر الذي ساهم به في رأس المال، ولكنها تستقبل شريكا جديدا عوضا عنه يصدر له ثمن أسهمه.

2-2- مبدأ تداول الأسهم: تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال وهي المحرك الأساسي لعملية تجميع رؤوس الأموال، ومنه تكوين رأس مال كبير يتناسب مع النشاط الاقتصادي الذي تهدف من ورائه إلى تحقيق أهداف نشاطها، وفي الغالب تقوم بممارسة نشاطات استثمارية ذات مردود اقتصادي كبير¹.

يلاحظ أن الاعتبار المالي لشركات المساهمة يشكل أساساً قوياً في عملية تكوينها ونشاطها، ولا وجود لأهمية للاعتبار الشخصي، لهذا نجد أن الشركاء المساهمين يتصفون بالحرية في تداول أسهمهم، فاعتبار أن الأسهم في شركات المساهمة هي قيم منقولة، فإنه من صِفَاتِهَا الأساسية قابليتها لعملية التداول، وإن فقدتها فقدت الشركة صفة المساهمة، فمبدأ تداول السهم هو أساس شركة المساهمة وهو الذي يخولها حق التسعير والتعامل التجاري في الأسهم، فعملية التداول هي المعيار الأساسي الذي يميز السهم عن الحصة في شركات الأشخاص².

- إن الاعتبار المالي يشكل أساساً قوياً في إنشائها وفي نشاطها، أما الاعتبار الشخصي فلا أهمية لوجوده.
- تعتبر الأسهم عبارة عن قيم منقولة في شركات المساهمة، وتتميز بقابليتها للتداول، وإن فقدت الأسهم هذه الخاصية (التداول) فقدت الشركة صفة المساهمة، فمبدأ تداول السهم هو أساس وجوه قيام شركة المساهمة.
مما سبق ذكره أن مبدأ تداول الأسهم خاصية ترتبط بالسهم، إذ يتأسس عليها وتتأسس عليه.

3- طرق تداول الأسهم:

لكل مساهم وفي أي لحظة زمنية شاء، الحق في التصرف بكل أو بعض أسهمه للغير أو أحد المساهمين³.
إن الأصل هو تداول الأسهم بالطرق التجارية، ولكنها تختلف بحسب الشكل الذي يتخذه السهم (سهم اسمي أو سهم لحامله)، ومنه يجب أن يكون السهم قابلاً لعملية التصنيف في إحدى صور الأشكال التي يحددها القانون⁴، حتى يسمح بالتعرف على الطريقة التي يحدد بها تداوله ويمكن حصر طرق تداول الأسهم بصفة خاصة، وتداول القيم المنقولة بصفة عامة وذلك بـ:

1- طريق التسليم: طرق المناولة من يد إلى يد إذا كان السهم لحامله ؛

2- طرق التمويل: قيد السهم الاسمي في سجلات الشركة؛

3- طريقة التسجيل في الحساب الجاري: وهي طريقة مستحدثة قانوناً⁵.

3-1- طريقة التداول بالتسليم: تسمح هذه العملية بتداول الأسهم التي لا تصدر باسم شخص بعينه، بل يتم إصدارها لحاملها، فيعتبر حامل السهم مالكا له⁶، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد أن تتم عملية التسليم⁷.

¹ - فوزي محمد سامي، "شرح القانون التجاري"، الجزء الرابع، دار مكتبة التريبة، بيروت، لبنان، 1997، ص:5

² - بوعزة ديدن، "مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه"، مجلة الدراسات القانونية -مختبر القانون الخاص الأساسي- كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بالقائد، تلمسان، الجزائر، العدد2، 2005، ص:04

³ - محمد فريد العربي، وهاني دويدار، قانون الأعمال، "دار الجامعة الجديدة"، مصر، 2002، ص:348

⁴ - المادة 715 مكرر 34، فقرة 1 من القانون التجاري الجزائري.

⁵ - المادة 715 مكرر 38، فقرة 1 و2، من القانون التجاري الجزائري.

⁶ - أحمد محرز، القانون التجاري الجزائري، الجزء الثاني، بدون دار نشر، مصر، 2000، ص:269.

⁷ - المادة 715 مكرر 38، الفقرة 1، من القانون التجاري الجزائري.

إذ تتضمن هذه الطريقة رقما مسلسلا لتمييزه عن بقية الأسهم، فالحق الذي يثبت في السهم يندمج في الصك نفسه فتصبح عملية الحيازة دليلا على الملكية.

ومن إيجابيات هذه الطريقة أنها تسهل عملية نقل القيم المنقولة الثابتة على متن السهم بصورة سريعة، بحيث تكفي فيها الحيازة بحسن النية لمواجهة حقه بالشركة ومع الغير مادام عنصر الرضا متوفر في عملية الانتقال¹، ويسري في شأن العملية القاعدة القانونية ((الحيازة في المنقول سند الملكية من كان الحائز حسن النية)).

3-2- طريقة التداول بالتحويل: هذه الطريقة تسمح بعملية تداول الأسهم التي تصدر باسم شخص معين -الأسهم الاسمية- والتي تثبت ملكيتها بقاء اسم المساهم في دفاتر الشركة²؛

ف يتم عند تداولها انتقال ملكيتها بإصدار سند جديد يحمل اسم المحال إليه والقيام بتسجيله في سجل التحويلات.

وقد أقرت هذه الطريقة المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري الجزائري إذ تنص على:

((ويحول السند الاسمي إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها الشركة لهذا الغرض وتحدد الشروط التي تمسك وفقها هذه السجلات عن طريق التنظيم)).

ولقد نظم المشرع كيفية تداول الأسهم الاسمية عن طريق إمساك الشركة في مقرها سجلات بخصوص هذا الغرض، بموجب المرسوم التنفيذي³:

حيث تنص المادة(15) على ما يلي:

((أية شركة تصدر سجلات السندات الاسمية المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 38 من القانون التجاري هي نفسها التي تعد هذه السجلات يمكن تكوينها حسب الترتيب الزمني لتاريخ إعدادها بجمع أوراق متشابهة تستعمل في وجه واحد. وتخصص كل ورقة منها لصاحب سند واحد بسبب ملكيته أو لعدة مالكين بسبب ملكيتهم المشتركة أو ملكيتهم الرقبة أو حقهم في الانتفاع بالسندات المذكورة. وعلاوة على ذلك، يمكن مسك بطاقات تتضمن حسب الترتيب الأبجدي أسماء أصحاب السندات وعناوينهم والعدد والصنف وأرقام السندات كل مالك ملاكها عند الاقتضاء ولا يمكن أن تشكل بيانات هذه البطاقات دليلا يناقض البيانات التي تتضمنها السجلات)).

لقد تعرضت المادة 16 من المرسوم التنفيذي السالف الذكر لمجموعة البيانات تتضمنها السجلات فجاء فيها:

((تتضمن السجلات المذكورة في المادة السابعة البيانات المتعلقة بعمليات تحويل السندات وتغييرها لا سيما ما يأتي:

1- تاريخ العملية

2- اسم صاحب السندات القديم والجديد ولقبه وموطنه في حالة التحويل.

3- أسماء أصحاب السندات والقابهم ومواطنهم في حالة تحويل السندات إلى حاملها في شكل سندات إسمية.

4- القيمة الاسمية وعدد السندات المحولة أو المغيرة.

5- إذا أصدرت الشركة أسهمها من أصناف مختلفة أو إذا ام بمسك إلا سجل واحد من الأسهم الاسمية، تتضمن تلك السجلات صنف الأسهم المحولة أو المغيرة وخصائصها عند الاقتضاء.

6- تخصيص رقم ترتيبى للعملية.

"وفي حالة التحويل يمكن تعويض اسم صاحب السندات القديم برقم ترتيبى يسمح بإيجاد الاسم في السجلات)).

¹ - جلال وفا محمد، "المبادئ العامة في شركات الأموال"، الدار الجامعية، مصر، 1987، ص:55.

²-Dominique Legeais, Droit Commercial et des affaires, 14ème édition Armond colin, paris, 2001,p213.

³ - المرسوم التنفيذي رقم 95-438 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 والمتضمن أحكام تطبيق القانون التجاري الجزائري، المتعلق بشركات المساهمة والتجمعات في الفصل الخامس بعنوان القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة، القسم الأول، بعنوان شروط مسك السجلات.

يلاحظ على هذا النوع من طرق التداول مزايا إيجابية تتلخص في ضمانة للمساهم عملية تأمينه من خطر ضياع السهم أو سرقة، حيث يبقى ثابتا في دفاتر الشركة، كما يعطي للمسيرين إمكانية مراقبة عملية تداول أسهم الشركة، حتى يكون لهم إمكانية تطبيق شرط الموافقة وخاصة إذا اشترط القانون الأساسي الشكل الاسمي¹.

3-3 طريقة التداول الحديثة: (طريقة التسجيل في الحساب الجاري): أجاز المشرع طريقة حديثة اعتبرها كوسيلة في عملية التداول والنقل الآلي للأسهم من حساب لآخر، اصطلاح عليها بطريقة التسجيل في الحساب الجاري*.

فما المقصود بطريقة التسجيل في الحساب الجاري؟ وماهي إجراءات وآثار التداول بطريقة التسجيل في الحساب الجاري؟
3-3-1 مفهوم طريقة التسجيل في الحساب الجاري: الحساب الجاري هو عبارة عن عقد يلتزم بمقتضاه شخصان على عملية تحويل الحقوق والديون الناشئة عن مجموعة العمليات الأصلية التي تتم بينهما إلى قيود في الحساب تتقاضى بينهما، حيث يكون الرصيد النهائي عند عملية إقفال الحساب دينا مستحقا للأداء².
ومن الشروط الواجب توفرها هي:

1- ضرورة وجود اتفاق بين الطرفين: لا يعتبر الحساب الجاري وسيلة للقيام بالعمليات الجارية بين الطرفين، وإنما هو عقد تترتب عليه آثار قانونية، وعليه يشترط لصحة العقد توفر الشروط التالية:

أ- شروط الأهلية الواجب توفرها للقيام بهذا التصرف؛

ب- شرط خلو صفة الرضا والقبول من العيوب؛

ج- يكون الاتفاق صريحا أو ضمنيا ولمدة زمنية محددة أو غير محددة؛

د- يسمى الدائن الذي يقوم بعملية قيد الحق في الحساب اسم الدافع ويسمى الطرف الآخر الذي يتلقى القيد بالقابض؛

هـ- فتح لحساب الجاري يولد التزامات بين الطرفين المتعاقدين وعليه:

و- يدخل كل منهما العمليات التي تجريها مع الطرف الثاني في الحساب؛

ي- الإلتزام بدفع الفوائد المستحقة على مدفوعات الطرف الآخر بالمعدل المتفق عليه، أو بالمعدل المحدد قانونا؛

ر- وللبنوك والمؤسسات المالية المختصة الحق في تقاضي عمولة محددة على هذا الحساب؛

2- محل الحساب الجاري³: يقيد طرفا الحساب الجاري بحمل الحقوق المنشأة عن العلاقات المتبادلة بينهما في هذا الحساب ويصطلح عليها بالمدفوعات إما بأداء ثمن بيع، أو قرض مبلغ نقدي، أو تحصيل قيمة شيك أو سهم.

من شروط القيد للمدفوعات في الحساب الجاري ما يلي:

أ- يجب أن تكون المدفوعات من نوع واحد، لتسهيل عملية المقاصة بينهما مثل الأسهم؛

ب- المدفوع هو عبارة عن دين مؤكد ونهائي غير متنازع عليه أو معلق بشرط؛

ج- يجب تسليم المدفوع على وجه التملك؛

د- يجب أن تكون المدفوعات متبادلة، أي أن يقوم الطرفين بتقديم المدفوعات في الحساب الجاري؛

هـ- يجب أن تكون المدفوعات متشابهة أي أن تتخلل مدفوعات الطرفين مع بعضها البعض؛

¹ - المادة 715 مكرر 34، الفقرة 2 من القانون التجاري الجزائري.

* إن هدف المشرع من اعتماد طريقة التسجيل في الحساب الجاري، هو تسهيل وتأمين نقلها والتصرف فيها، كما أنه يهدف إلى تجنب المخاطر المترتبة عن تداول الأسهم بالطرق المتبعة وما يترتب عنها من إمكانية ضياع وهلاك السهم.

² - محفوظ لشعب، "القانون المصرفي - النظرية العامة للقانون المصرفي، النظام المصرفي في الجزائر، العقود والمسؤولية المصرفية"، المطبعة الحديثة للفنون المطبعية، الجزائر، 2001، ص: 61

³ - على جمال الدين عوض، "عمليات البنوك من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 1987، ص: 242

ولطريقة الحساب الجاري عدة مزايا نذكر منها¹:

أ- الاقتصاد في استعمال القود؛

ب- أداة للضمان والائتمان بفضل المقاصة الإجمالية عند قفل الحساب التي تعمل على إعفاء كل طرف من الوفاء بديونه في الحدود التي يكون دائناً بها، بذلك يتجنب خطر إفلاس الطرف الثاني؛

3-3-2- إجراءات التداول بطريقة التسجيل في الحساب الجاري: يعتبر عقد الحساب الجاري عقد تابع، أي يجب أن تكون هناك عمليات أصلية موجودة ومتابعة بين طرفيه لا يمكن أن تسوى كل عملية من العمليات بصورة أوحادية بل تسوى جميعها دفعة واحدة عن طريق المقاصة².

إن محل هذه العمليات على الحساب الجاري الأصلية يمكن لها أن تكون أسهما يختلف تداولها حسب هذه الطريقة باختلاف شكل عملية الإصدار هل هي إسمية أو لحاملها*.

ففي حالة الأسهم الاسمية تتم طريقة التسيير والتداول في تقييد هذه الحسابات، وتقوم بعملية مسكها الشركة بدلا عن الوكيل المعتمد. أما إذا كانت الأسهم لحاملها، فتسجل في حسابات ممسوكة من طرف وكيل معتمد، ويقوم بعملية التسيير ونقل هذه الحسابات باسم وحساب هذا الشخص صاحب السهم.

وتلجأ الشركة في كلتا الحالتين إلى الوكيل المعتمد على مستوى أجهزة الإدارة، والذي يقوم بنقل وتسيير هذه الأسهم³.

¹ - خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العمليات المصرفية"، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006، ص: 125.

² - مصطفى كمال طه، "القانون التجاري، العقود التجارية وعمليات البنوك"، الدار الجامعية، مصر، 1993، ص: 143.

* يجب على الوكيل المعتمد في تسيير الحسابات أن يتم استعمال دليل الإعلام الآلي، كما يجب عليه أن ينتظر أوامر موكله.

³ - المادة 715 مكرر 37، فقرة 2، القانون التجاري الجزائري.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعمليتي الإصدار والتداول

تمهيد:

إن لعملية الإصدار وتداول الأسهم في شركات المساهمة كما ذكرنا سابقاً، شقين الأول فني يتعلق بمجموعة التقنيات والابتداعات المالية التي تعمل على القيام بعملية الإصدار والتداول داخل الأسواق المالية. أما الثانية فهي جملة من التشريعات القانونية، والإجراءات التنظيمية التي تعمل على ضبط عمليتي التداول وللحفاظ على حقوق المساهمين من جهة والشركة كشخص اعتباري من جهة ثانية تفادياً لمختلف التلاعبات والسرقات التي يمكن أن تتعرض لها أموال الغير. أما من الناحية الإسلامية فيضاف لعمليتي الإصدار والتداول لأسهم الشركات جملة من الضوابط الشرعية الواجب اتباعها من طرف الشركة المساهمة، من حيث نوعية النشاط يجب أن لا يكون محرماً (كشركات الخمور، ولحم الخنزير، والخدمات اللأخلاقية)، أو من جانب المعاملات المالية (كالربا، والتدليس والغرور). ولهذا نجد مختلف المحامع الفقهية والهيئات المحاسبية والمراجعة والمراقبة الإسلامية كونت لنفسها كياناً يلتزم بشق معين من الضوابط الشرعية التي تتطلبها الأسواق المالية الإسلامية.

1- الضوابط الشرعية لعملية الإصدار:

أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي قراره بشأن الأسواق المالية تحت رقم 63 (1/7) المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة بالملكة العربية السعودية (9-14 ماي 1992م) قرر ما يلي¹:

1-1- الأسهم في الشركات:

أ- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن عملية تأسيس مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛
ب- لاختلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي من أنشطتها محرم كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها؛
ج- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.
كما أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) معيارها الشرعي رقم (21) الخاص بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) الذي كان يهدف إلى بيان الأحكام الشرعية للأسهم الخاصة بشركات المساهمة والضوابط الشرعية التي يجب أن تعمل المؤسسات المالية الإسلامية على مراعاتها في عملية الإصدار أو التداول.
لقد جاء في أحكام إصدار الأسهم موافقاً لما جاء في قرار المجمع الفقه الإسلامي.

2- الضوابط الشرعية لعملية التداول:

يشترط المجمع الفقه الإسلامي لعملية تداول الأسهم حسب قرار رقم: 63 (1/7) بأن²:
أ- لخصر تداول الأسهم بسماسرة مرخصين من الجهات الرسمية المختصة حسب النظام القانوني المعمول به في الدولة، لأنها تعد تصرفات رسمية محققة لمصالح مشروعة؛
ب- يجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية لأنها تعد من الأمور التنظيمية التي تعمل على تحقيق المصالح المشروعة؛
كما نص المعيار الشرعي رقم (21) الخاص بالأسواق المالية في البند 3 وفرعه 2/3 على³:
أ- يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعاً حالاً أو آجلاً .
ب- يجوز التأجيل في عملية البيع أو الشراء.

¹ - المجمع الفقهي الإسلامي على الموقع الإلكتروني: www.iifa-aifi.org ، المتصفح عليه تاريخ الإطلاع 2019/08/25

² - مجمع الفقه الإسلامي، على الموقع الإلكتروني www.iifa-aifi.org، المتصفح عليه بتاريخ 2019/08/28 ، ص: 355

³ - مجمع الفقه الإسلامي، على الموقع الإلكتروني www.iifa-aifi.org، المتصفح عليه بتاريخ 2019/08/28، ص: 355.

- ج- تتم العمليتين السابقتين سواء استثمار في السهم بقصد الربح أم المتاجرة (أي الاستفادة من فارق الأسعار).
- كما نص المعيار الشرعي رقم (21) الخاص بالأسواق المالية ومحددًا في البند 3 وفقرته 4/3 مسألة الاستثمار والمتاجرة في أسهم شركات أصل نشاطها حلال، ولكنها نوع أموالها أو تقتض بفوائد ونص على¹:
- ((الأصل حرمة الاستثمار أو المتاجرة في أسهم شركات تتعامل أحيانًا بالربا أو ما شابهه من المحرمات، مع كون أصل نشاطها مباحًا، كما وضعت هذه الفترة جملة من الاستثناءات والشروط التالية نذكرها بالتفصيل على النحو التالي:
- 1/4/3 لا تنص الشركة في نظامها الأساسي على من أهدافها التعامل بالربا أو التعامل بالمحرمات شرعًا كالخنزير والخمور....
- 2/4/3 لا يبلغ إجمالي المبلغ المقرض بالربا، سواء أكان قرضًا طويل الأجل أم قصير الأجل 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة، علما أن عملية الاقتراض بالربا من المحرمات مهما كان مبلغها.
- 3/4/3 ((ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا، سواء كانت مدة الإيداع قصيرة أو متوسطة أو طويلة 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة مع العلم أن الإيداع بالربا حرام مهما كان مبلغه)).
- 4/4/3 ((لا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج من عنصر محرم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة، سواء كان هذا الإيراد ناتجًا عن ممارسة نشاط محرم أو عن تملك لمحرم)).
- إذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجتهد في معرفتها ويجب مراعاة جانب الاحتياط)).
- 5/4/3 ((يرجع في تحديد هذه النسب إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقق)).
- 6/4/3 ((يجب التخلص مما يخص السهم من الإيراد المحرم الذي خالط عوائد تلك الشركات وفقا لما يأتي:
- 1/6/4/3 يجب التخلص من الإيراد المحرم -سواء أكان ناتجًا من النشاط أو التملك المحرم، أم من الفوائد- على من كان مالكا للأسهم سواء أكان مستثمرا أم متاجرا حين نهاية الفترة المالية، ولو وجب الأداء عند صدور القوائم المالية النهائية، سواء أكانت ربعية أو سنوية أم غيرها، وعليه فلا يلزم من باع الأسهم قبل نهاية الفترة المالية التخلص.
- 2/6/4/3 محل التخلص هو ما يخص السهم من الإيراد المحرم، سواء أوزعت الأرباح أم لم توزع، وسواء أربحت الشركة أم خسرت.
- 3/6/4/3 لا يلزم الوسيط أو الوكيل أو المدير التخلص من جزء من عمولته أو أجرته، التي هي حق لهم نظير ما قاموا به من عمل.
- 4/6/4/3 يتم التوصل إلى ما يجب على المتعامل التخلص منه بقسمة مجموع الإيراد المحرم للشركة المتعامل في أسهمها على عدد أسهم تلك الشركة، فيخرج ما يخص كل سهم ثم يضرب الناتج في عدد الأسهم المملوكة لذلك المتعامل -فردا كان أو مؤسسة أو صندوقا أو غير ذلك- وما نتج فهو مقدار ما يجب التخلص منه.
- 5/6/4/3 لا يجوز الانتفاع بالعنصر المحرم -الواجب التخلص منه- بأي وجه من وجوه الانتفاع ولا التحايل على ذلك بأي طريق كان ولو بدفع الضرائب
- 6/6/4/3 تقع مسؤولية التخلص من الإيراد المحرم لصالح وجوه الخير على المؤسسة في تعاملها لنفسها أو في حال إدارتها، أما في حالة وساطتها فعليا أن تخير المتعامل بآلية التخلص من العنصر المحرم حتى يقوم بها بنفسه، وللمؤسسة أن تقدم هذه الخدمة بأجر أو دون أجر لمن يرغب من المتعاملين.
- 7/4/3 تطبق المؤسسة الضوابط المذكورة سواء أقامت بنفسها بذلك أم بواسطة غيرها، وسواء أكان المتعامل لنفسها أم لغيرها على سبيل التوسط أو الإدارة للأموال كالصناديق أو على سبيل الوكالة عن الغير.
- 8/4/3 يجب استمرار مراعاة هذه الضوابط طوال فترة الإسهام أو التعامل، فإذا اختلت الضوابط وجب الخروج من هذا الاستثمار)).

¹ -جمع الفقه الاسلامي، على الموقع الإلكتروني www.iifa-aifi.org، المتصفح عليه بتاريخ 2019/08/30، ص: 365-357.

- 5/3 ((لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي من السمسار أو غيره (بيع الهامش)، كما لا يجوز رهن السهم لذلك القرض)).
- 6/3 ((لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع (البيع القصير)، ولا أثر لتلقي وعد من السمسار بإقراضه إياها في موعد التسليم)).
- 7/3 ((يجوز لمشتري السهم أن يتصرف فيه بالبيع ونحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي له)).
- 8/3 ((يجوز للجهات الرسمية المختصة تنظيم تداول الأسهم بألا يتم إلا بواسطة سمسرة محصنين ومرخص لهم بذلك العمل، لتحقيق مصالح مشروعة)).
- 9/3 ((لا يجوز إقراض أسهم الشركات)).
- 10/3 ((يجوز رهن الأسهم المباحة شرعا، ولا فرق في ذلك بين أن تكون موجودات الشركة نقودا أو أعيانا أو ديونا، أو مشتملة على النقود والأعيان والديون، سواء أكان فيها صنف غالب، أم لم يكن مع مراعاة شروط بيع الأسهم عند التسيير)).
- 11/3 ((لا يجوز السَّلَم في الأسهم)).

المبحث الثالث: أثر أسهم الشركات الإسلامية في أداء سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

تمهيد:

تعد سوق الكويت للأوراق المالية من أعرق الأسواق المالية الخليجية، والتي شهدت في السنوات الأخيرة وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م إقبالاً كبيراً على الاستثمار في أسهم الشركات الإسلامية والشركات المتوافقة مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، من قبل المستثمرين أفراداً أو صناديقاً ومحافظاً استثمارية (المالية)، نظراً للطفرة التي شهدتها الصناعة المالية الإسلامية في دولة الكويت بصورة خاصة ومنظمة مجلس التعاون الخليجي، ودولة ماليزيا وبعض الدول وخاصة الإسلامية بجنوب شرق آسيا بصورة عامة. و الأسباب التي أدت لاختيار سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) للدراسة اثر تداول الاداة الإسلامية (الاسهم)، في اداء مختلف مؤشرات سوق الاوراق المالية الكويتية ، وهذا لوجود عدد كبير من الشركات المساهمة الإسلامية والشركات المتوافقة مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية وهي المهيمنة على سوق الكويت للأوراق المالية اصداراً وتداولاً في السنوات الأخيرة. و من خلال هذا المبحث نتطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد الكويتي وسوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت).

المطلب الثاني: تطورات سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

المطلب الثالث: أثر الاسهم الإسلامية في اداء سوق الكويت للأوراق المالية

المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد و سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

1-لمحة عامة عن أساسيات الاقتصاد الكويتي:

يعتبر الاقتصاد الكويتي أحد أهم الاقتصادات المشكلة لمجلس التعاون الخليجي اقتصاديا، ويعد اقتصادا مفتوحا، ويسيطر القطاع الحكومي على أغلبية القطاعات المكونة له، إذ تشكل الصناعة النفطية في الكويت والمملوكة من طرف الدولة أكثر من نصف الناتج المحلي الاجمالي.

و يمكن اعطاء نظرة عامة على هيكلية الاقتصاد الكويتي وأهم مكوناته القطاعية لمعرفة مصدر الثروة ومنه الدخل ونسب استهلاكه وادخاره(تكوين الفائض المالي) ومدى تأثير بورصة الكويت بذلك من ناحية عملية الاصدار لتكوين شركات عاملة حسب التخصص القطاعي أو لزيادة رأس مال الشركات للتوسع وزيادة الانتاج، ومنه مقدار السيولة المتداولة في السوق الثانوية لشراء/ وبيع مختلف أنواع الأدوات المالية من أسهم وصكوك وسندات.

1-1-القطاعات الاقتصادية: يمكن تقسيم الاقتصاد الكويتي إلى عدد من القطاعات المؤثرة فيه وهي:

1-1-1-القطاع النفطي والطاقة: يعد القطاع النفطي وصناعته من أكبر القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي المقدرة بنسبة 50%، وتقدر احتياطات النفط بدولة الكويت بما يزيد عن 104 مليار برميل (أي ما يعادل 10% من الاحتياطي العالمي)¹.

1-1-2-قطاع الصناعة: يعتبر قطاع الصناعة من الأنشطة الرئيسية في الاقتصاد الكويتي، واتخذت الحكومة الكويتية عدة اجراءات تحفيزية مالية وتشريعية وضريبية لدعم القطاع الصناعي بالكويت فقامت سنة 1973 بإنشاء "بنك الكويت الصناعي" ليقدم الدعم المالي والائتماني للمشروعات الصناعية، اضافة إلى هذا أنشأت " الهيئة العامة للصناعة" لدعم وتطوير ومرافقة وتهيئة المناخ الاستثماري الجيد للقطاع الصناعي الكويتي، كما قامت دولة الكويت بتخصيص مواقع الأراضي الصناعية وتجهيزها بمختلف الخدمات المحفزة والمنشطة للصناعة.

1-2-القطاعات المالية: كما يمكن تقسيم القطاع المالي في الكويت الى:

1-2-1-القطاع المصرفي والمالي: يعتبر القطاع المصرفي في دولة الكويت أحد أسس الاقتصاد يتمثل بعدد من البنوك الوطنية وعدد آخر من البنوك الأجنبية ويخضعون جميعهم لإشراف ورقابة بنك الكويت المركزي (البنك المركزي).

كما تعد سنة 1942 كأول تجربة للعمل المصرفي وهذا بإنشاء "شركة الميزني للصرافة".

اما عن بداية الصيرفة الاسلامية في منطقة الخليج، يعود الفضل للتعاون الكويتي الاماراتي (امارة دبي) في إنشاء ثاني بنك إسلامي يعمل وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في منطقة مجلس التعاون الخليجي، والأول من نوعه في الكويت وهو "بيت التمويل الكويتي" سنة 1977².

1-2-2-قطاع الاستثمار وسوق الأوراق المالية الكويتية (بورصة الكويت): يعد سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم الأسواق المالية الخليجية والعربية بعد السوق المالية المصرية بالإسكندرية، وثاني أكبر سوق من حيث القيمة السوقية بعد المملكة العربية السعودية في منطقة الخليج ، ومعظم الشركات المساهمة الكويتية المدرجة داخل بورصة الكويت إما إسلامية أو متوافقة مع مبادئ وضوابط واحكام الشريعة الإسلامية، إذ وصل عدد الشركات المسجلة من سنة 2010 إلى سنة 2019 من 214 شركة سنة 2010 إلى 229 شركة سنة 2011 إلى أن وصلت سنة 2019 إلى 175 شركة وانخفضت الى 171 شركة(مقسمة بين السوق الاول الى 20شركة،والسوق الرئيسي 151 شركة) سنة 2020³.

¹ - ويكيبيديا، المطلاع عليها يوم: 03-01-2020 على الموقع الالكتروني <http://ar.wikipedia.org>

² - بيت التمويل الكويتي، المطلاع عليه يوم 2020/01/02 على الموقع الالكتروني: <https://www.kfh.com>

³ - التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) لسنوات: (2010،ص:23)، (2011 ص:31)، (2019،ص:27)، (2020،ص:28-29).

كما وصل عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية سنة 2013 ذروته إذ بلغ (129,921,3) مليون سهم، بقيمة سوقية (11,389,4) مليون دينار كويتي¹.
و يلاحظ على الشركات الكويتية امتداد عملها في الدول العربية والأجنبية.

2- مؤشر الاقتصادي الكلي للكويت

2-1- الناتج المحلي الاجمالي: يلاحظ على أهم مؤشر للاقتصادي الكلي السنوي والمتمثل في الناتج المحلي الإجمالي لدولة الكويت في السنوات المتتالية من عام 2010 إلى عام 2020 أنه مر بمراحل مختلفة حسب أنشطة القطاعات الاقتصادية المكونة له ويمكن شرحها من خلال الاحصائيات التالية:

¹ - التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية 2013، ص: 24- 28.

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية- دراسة سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)

الجدول رقم (3-1) الناتج المحلي الإجمالي السنوي حسب نشاط القطاعات الاقتصادية بالأسعار الجارية لدولة الكويت من عام 2010 الى 2020

الوحدة: (مليون دينار كويتي)

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	النشاط الاقتصادي / السنوات
11179,20	18909,90	19849,90	15364,10	23434,90	22680,40	22849,40	23148,20	23571,40	21443,00	18483,90	استخراج النفط والغاز الطبيعي وخدماتهما
2143,60	2966,00	3109,70	2537,10	2436,30	2247,30	2382,00	2266,19	2906,00	2386,20	1977,50	الصناعات التحويلية
4134,00	3844,90	3725,90	3615,80	3656,10	3247,20	3077,20	2919,00	3075,40	2871,30	3092,20	الوساطة المالية والتأمين
4949,70	4778,60	4302,50	4079,50	4268,10	3669,40	3709,50	3455,00	3071,60	3042,60	2780,30	الإدارة العامة والدفاع والضمان الاجتماعي
3895,70	4289,60	4210,00	4291,00	4118,90	3430,70	3430,50	3493,90	3458,20	3396,00	3253,20	الخدمات الأخرى
2704,50	2648,10	2577,50	2234,50	2198,30	1646,40	1617,20	1577,60	1502,60	1452,40	1329,50	التعليم
1463,00	1499,30	1414,40	1404,10	1377,00	1454,01	1418,20	1398,20	1392,00	1325,20	1229,80	الاتصالات
1550,10	1723,10	1694,30	1644,40	1600,40	1349,20	1465,60	1381,50	1327,70	1330,60	1338,20	تجارة الجملة والتجزئة
738,80	1069,30	1086,10	1040,70	1016,30	1186,70	1302,30	778,70	698,50	737,00	662,30	الكهرباء والغاز والمياه
1190,60	1333,20	1333,40	1150,30	1193,40	1133,20	1147,70	1104,20	1044,70	935,30	1152,50	النقل والتخزين
1646,70	1601,30	1510,20	1394,10	1283,20	1001,40	909,60	855,00	821,60	801,40	764,10	الصحة والعمل الاجتماعي
676,80	1194,70	1127,40	917,80	1024,10	740,90	789,50	785,90	770,80	744,80	730,20	التشييد والبناء
274,10	360,30	367,70	418,60	377,30	339,30	340,10	322,30	297,60	290,10	272,50	المطاعم والفنادق
597,40	549,30	529,70	510,70	500,50	363,70	370,60	415,30	400,60	355,10	348,50	الخدمات الشخصية والمنزلية
/	/	/	/	190,20	167,90	177,50	165,00	163,60	166,00	149,30	الزراعة وصيد البحر
32,462,00	41,349,30	41,731,10	36,610,60	33,055,80	34,473,30	46,285,00	49,392,20	48,722,20	42,511,60	33,079,10	الناتج المحلي الإجمالي السنوي

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على احصائيات - الناتج المحلي الإجمالي السنوي - الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت (2010-2020)

الجدول رقم (3-2): نسبة مساهمة القطاع النفطي والقطاع غير النفطي في الانتاج المحلي الإجمالي لدولة الكويت من عام 2010-الي- 2020

الوحدة: مليون دينار كويتي

البيان السنوات	الانتاج الإجمالي للقطاع النفطي	الانتاج الإجمالي للقطاع غير النفطي	الانتاج المحلي الإجمالي	نسبة مساهمة القطاع النفطي %	نسبة مساهمة غير النفطي %
2010	18483,90	14595,20	33,079,10	55%	44%
2011	21443,00	21068,60	42,511,60	50%	49%
2012	23571,40	25150,80	48,722,20	48%	51%
2013	23148,20	26244,00	49,392,20	46%	53%
2014	22849,40	23435,60	46,285,00	49%	51%
2015	22680,40	11792,90	34,473,30	65%	34%
2016	23434,90	9620,90	33,055,80	70%	29%
2017	15364,10	21246,70	36,610,60	41%	58%
2018	19849,90	21881,60	41,731,10	47%	52%
2019	18909,90	22439,40	41,349,30	45%	54%
2020	11179,20	21282,80	32,462,00	34%	65%

المصدر: من اعداد الباحث بناء على : احصائيات الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت (2010-2020)

الجدول رقم (3-3): تغيرات تقديرات الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية

الوحدة: (مليون دينار كويتي)

السنة	القيمة	التغير %
2010	33,079.100	سنة الأساس
2011	42,511.600	28,52%
2012	48,722.200	14,61%
2013	49,392.200	1,38%
2014	46,285.000	-6,29%
2015	34,473.300	-25,52%
2016	33,055.800	-4,11%
2017	36,610.600	10,75%
2018	41,731.100	13,99%
2019	41,349.300	-0,91%
2020	32,462.000	-21,50%

المصدر من اعداد الباحث بناء على : احصائيات الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت (2010-2020)

كانت مصادر البيانات المركزية والمنهجية المتبعة في الاعداد لدولة الكويت تعتمد على¹:

1- تم اعداد الحسابات القومية الكويتية وفق التوصيات الواردة في نظام الحسابات القومية الصادرة عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993، التصنيف الصناعي الموحد للأنشطة الاقتصادية، التنقيح الثالث (ISIC).

¹ - الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت، " تقديرات الناتج المحلي الإجمالي " الربعي بالأسعار الجارية والثابتة (2010 - 2017)، ص: 6- 7.

* - ISIC - International Standard Industrial Classification -التصنيف الصناعي الموحد: هو التصنيف المرجعي الدولي يعمل على توفير مجموعة من فئات الأنشطة الاقتصادية ، يهدف الى توحيد تصنيف جميع الأنشطة الاقتصادية الانتاجية وفقا لتعريف الحسابات القومية للأمم المتحدة لعام 1993.

2- الناتج المحلي الإجمالي الربع السنوي وتم تجميعه ليصبح سنوي مقدر بالأسعار الجارية (الثابتة)، وكانت سنة الأساس 2010.

3- يقدر الناتج المحلي الإجمالي حسب نوعية الأنشطة الاقتصادية الرئيسية (التصنيف الصناعي الموحد للأنشطة الاقتصادية).

4- تغطي البيانات مجتمع الاقتصاد المحلي كاملاً، باستثناء القطاع غير المنظم.

التحليل: من خلال القراءة الأولية للجداول اعلاه نلاحظ ما يلي:

-من سنة 2010 الذي بلغ فيها مجموع الناتج المحلي الاجمالي حوالي (33,079.10 مليون دينار كويتي) وهو في حالة تصاعد مستمر خلال الأعوام 2011، 2012، 2013 حيث بلغ حوالي (42,511.60)، (42,551.60)، (48,722.20) مليون دينار كويتي على التوالي، وبعد الصدمة البترولية لسنة 2014 بدأ في التراجع من (46,285.00)، (34,473.30)، (33,055.80) مليون دينار كويتي لسنوات 2014، 2015، 2016، على التوالي، واخذ في التعافي من الازمة ابتداء من عام 2017 اذ بلغ المبلغ الاجمالي للناتج المحلي حوالي (36,610.60 مليون د.ك)، و 2018 مبلغ (41,349.30 مليون د.ك)، وفي سنة 2019 بلغ (41,349.30 مليون د.ك).

وبحلول سنة 2020 وبداية ظهور جائحة كورونا وانتشارها السريع بين الدول، وفرض اجراءات الغلق التي اعقبتها مما ادى الى تقلص صادرات البترول الذي يعتمد عليه بصورة اساسية الاقتصاد الكويتي وبلغ مقدار الناتج المحلي الخام حوالي (32,462.00 مليون د.ك) اما من حيث الهيمنة القطاعية فنجد قطاع النفط والغاز وخدماته تشكل حوالي 50% من مجموع الناتج المحلي الاجمالي خصوصاً عند السنوات 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، الا انه حدث في عام 2015، 2016 صعود في النسبة وبلغت 65%، 70% على التوالي نتيجة زيادة الصادرات وانتعاش الاقتصاد العالمي وزيادة الطلب على النفط وخاصة من دولتي الصين والهند. الا انه عادت النسبة الى الهبوط مرة اخرى من 41%، 47%، 45%، 34%، على التوالي للسنوات 2017، 2018، 2019، 2020، على التوالي نتيجة التباطؤ في الاقتصاد العالمي وما نجم عنه من تقليص الصين والهند ل وارداتها من البترول بإعتبارها من أكبر موردي النفط الكويتي وخاصة ابرام العقود الآجلة والمستقبلية.

ام بالنسبة الى معدل زيادة او نقصان الناتج المحلي الخام بالأسعار الجارية بإعتبار سنة 2010 (سنة الاساس)، نجد انه في 2011 كان معدل التغير 28,52% وانخفض في 2012 الى معدل 14,61%، وواصل الانخفاض في سنوات 2013، 2014، 2015، 2016، اذ بلغ المعدل التغير على التوالي 1,38%-، 6,29%-، 25,52%، 4,11%-، ثم عاد مرة ثانية للصعود اذ بلغ في السنتين المتتاليتين 2017، 2018، 10,75%، 13,99% على التوالي، غير انه عاد المعدل الى الهبوط بمعدل -0,91% في عام 2018 وازداد هبوطاً في 2020 اذ وصل الى -21,50%.

يلاحظ تذبذب قيم الناتج المحلي الاجمالي خلال سنوات الدراسة من 2010 الى 2020، ومدى ارتباط الاقتصاد الكويتي بقطاع النفط ومعدل صادراته في الأسواق العالمية، فكلما حدث تباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي ينعكس مباشرة على مختلف احصائيات الاقتصاد الكلي الكويتي.

رغم كل هذا بقيت الصناعة التحويلية (Manufacturing) (انتاج الشركات الصناعية) لا ترتقي إلى الطموحات والأهداف المستهدفة من قبل مخططات الحكومة الكويتية لزيادة معدل نمو القطاع الغير نفطي حتى لا تبقى رهينة الاسواق البترولية وتذبذبات اسعارها بما يفرضه ظروف رواج وكساد الاقتصاد العالمي.

وهذا ما يوضحه الجدول أدناه، الذي يعطي نسبة مساهمة الصناعات التحويلية من الناتج المحلي الإجمالي:

الجدول رقم (3-4):نسبة مساهمة الصناعات التحويلية من الناتج المحلي الإجمالي

الوحدة: (مليون دينار كويتي)

البيان السنة	الناتج السنوي لقطاع الصناعة	الناتج المحلي الإجمالي	نسبة مساهمة الصناعة/ لناتج المحلي الإجمالي
2010	1977,5	33,079,100	5,97%
2011	2386,2	42,511,600	5,61%
2012	2906,2	48,722,200	5,96%
2013	2266,19	49,392,200	4,58%
2014	2382,00	46,285,000	5,14%
2015	2247,30	34,473,300	6,51%
2016	2436,30	33,055,800	7,37%
2017	2537,10	36,610,600	6,92%
2018	3109,70	41,731,100	7,45%
2019	2966,00	41,349,300	7,17%
2020	2143,60	32,462,000	6,60%

المصدر من اعداد الباحث بناء على: احصائيات الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت (2010-2020)

اذ نلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان نسبة مساهمة الصناعة في تركيبة الانتاج المحلي الاجمالي، لم تتجاوز نسبة الـ 7,45% في سنة 2018 وكان حدها الادنى 4,58% في سنة 2013، ما يدل على ان نجاعة مخططات احلال المنتجات الصناعية في تركيبة الناتج المحلي الاجمالي بدلا من النفط ومشتقاته، بقيت بعيدة عن الاهداف الاستراتيجية الاقتصادية لدولة الكويت.

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية

تمهيد:

سنتناول في هذا المطلب بداية نشأة السوق المالية الكويتية وتشكل بورصة الكويت وتطوراتها ومراحلها الإنتقالية، ولحظة عامة عن التحول الإستراتيجي الذي تبنته دولة الكويت وتقسيمات السوق المالي الكويتي من خلال الآتي:

1-نشأة سوق الكويت للأوراق المالية¹:

مرت سوق الكويت للأوراق المالية بمحطات تاريخية متعددة ابتداء من 1962 التي تم اصدار أول قانون كويتي يهتم بالتعاملات الخاصة بالأوراق المالية، وخاصة الأجنبية منها، وفي سنة 1970 صدر أول قانون ينظم مختلف المعاملات بالأوراق المالية. تم افتتاح أول مقر رسمي للبورصة الكويتية سنة 1972، اهتم العاملون فيها للتجميع اليومي لما يتم تداوله من أسهم، وعددها وعدد الصفقات التي تمت يومها، بواسطة اصدار نشرة يومية لتزويد المتعاملين بالمعلومات اليومية داخل السوق المالي. في عام 1976 تم اصدار مجموعة من القرارات والمراسيم الملكية لإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية المتعلقة بشركات المساهمة الكويتية. تم الافتتاح الرسمي لسوق الأوراق المالية الكويتية سنة 1977، وأعطى لها اسم "سوق الكويت للأوراق المالية"، التي عملت تحت اشراف لجنة الأوراق المالية حتى سنة 1983م.

تعد أزمة " المريح" التي مرت بها سوق الكويت للأوراق المالية نقطة تحول وعملت على اصدار قانون متكامل للسوق المالية، وأصبح يمارس نشاطاته المتعددة وفقا للمرسوم الأميري لـ 18 أبريل 1983م.

2-تطورات بورصة الكويت للأوراق المالية²:

تأسست شركة بورصة الكويت للأوراق المالية (ش. م. ك) عامة، في 21 أبريل 2014 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 37/ 2013 الصادرة بتاريخ 20 نوفمبر 2013، وقانون هيئة أسواق المال رقم 7/ 2010. و في تاريخ 25 أبريل 2016 تولت شركة بورصة الكويت مسؤولية ادارة عمليات سوق الكويت للأوراق المالية في تاريخ 4 أكتوبر 2016 لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية تمهيدا لبدء مشروع الخصخصة.

و بعد مضي سنتين نجحت المرحلة الأولى من خصخصة بورصة الكويت في فبراير 2019، حيث فاز تحالف مكون من مشغل عالمي بالإضافة إلى مجموعة من الشركات الاستثمارية الكويتية بمزايدة خصخصة البورصة للاستحواذ على نسبة تبلغ 44% من الشركة. و في ديسمبر 2019 اكتملت عملية الخصخصة من خلال الاكتتاب العام لحصة هيئة أسواق المال البالغة 50% من أسهم الشركة، وذلك للمواطنين الكويتيين، إذ تم تغطية الطرح بنسبة تفوق 850% ويعود هذا إلى الجهود التي بذلتها الشركة منذ تأسيسها، حيث أصبحت البورصة الوحيدة في الشرق الأوسط المملوكة للقطاع الخاص. وستعزز خطوة تخصيص أول مرفق حكومي مكانة الدولة كمركز مالي اقليمي وسيمنح القطاع الخاص دوراً في تطوير الاقتصاد الوطني مع تحقيق التنوع الاقتصادي.

لعبت بورصة الكويت منذ إنشائها، دورا فعالا في تطوير وضع السوق بما يتوافق مع المعايير الدولية وذلك عن طريق توفير الأدوات الاستثمارية وإعادة هيكلة السوق لرفع قدرته التنافسية من خلال زيادة السيولة وتعزيز الشفافية، وتدعيم ثقة المستثمرين، وجذب الاستثمارات.

كما تم إعادة تصنيف سوق رأس المال الكويتي " كسوق ناشئة" في أكبر المراجع لمؤشرات الأسهم "مؤسسة MSCI للأسواق

¹ - معلومات عامة، على الموقع المتصفح بتاريخ: 28 أوت 2020: <http://www.bourse.kuwait.com>

² - بورصة الكويت، التقرير السنوي 2019، ص: 8-9، على الموقع المتصفح بتاريخ: 30 أوت 2020: <http://www.bourse.kuwait.com>

الناشئة"، وذلك في ديسمبر 2019، وكان هذا بعد إدراج الكويت في مؤشرات الأسهم العالمية (S&P DJL) ضمن تصنيف الأسواق الناشئة في ديسمبر 2018، وفي مرجع المزود العالمي للمؤشرات مؤشر "فوتسي راسل" (FTSE Russell)* للأسواق الناشئة في سبتمبر 2017¹.

و تتولى شركة بورصة الكويت إدارة عمليات سوق الأوراق المالية وتعود ملكيتها بالكامل إلى هيئة أسواق المال، والتي تتولى المسؤولية على رقابة جميع جوانب أسواق المال في الكويت.

تلتزم هيئة أسواق المال بوضع اللوائح الرقابية والإشرافية بهدف تعزيز البيئة الاستثمارية التنافسية والجاذبة في دولة الكويت، استناداً إلى مبادئ العدالة والشفافية وفقاً لأفضل الممارسات والمعايير الدولية.

و عليه رأت الحكومة الكويتية ضرورة الفصل بين الجانب الرقابي والجانب التشغيلي لسوق الكويت للأوراق المالية وأولت هذه المهمة إلى هيئة أسواق المال، وتتولى شركة بورصة الكويت المسؤولية عن وضع قواعد جديدة للتداول، وتطبيق أفضل الممارسات في إدارة المخاطر، وآليات تحديد الأسعار وتطبيق التكنولوجيا الحديثة التي تتيح أقصى قدرة من القوة والأمان لبورصة الكويت. يعد تأسيس بورصة الكويت كخطوة أولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس عام 1983م.

3- المرحلة الانتقالية لبورصة الكويت:

في 25 أبريل 2016 تولت بورصة الكويت بصورة رسمية عمليات سوق الكويت للأوراق المالية، وعملت على تطوير البنية التحتية وبيئة العمل وفقاً للمعايير الدولية، وأنشأت منصة قوية وشفافة ونزيهة لأسواق المال تخدم جميع فئات الأصول والتركيز الدائم على مصالح العملاء.

كما يتم التنسيق بين بورصة الكويت وهيئة أسواق المال على إجراء الإصلاحات في اللوائح والقواعد الرقابية القائمة التي من شأنها تعزيز كفاءة السوق، وهذا ما يساعد الإدارة العليا لبورصة الكويت على عملية اتخاذ القرار وتدعيم تطوير المنتجات بناء على فهمها للمتطلبات الرقابية.

تمتلك بورصة الكويت نسبة 27,8% من رأسمال الشركة الكويتية للمقاصة (ش.م.ك.م) وهي الجهة المركزية التي تقوم بمهام التقاص والتسوية والإيداع للأوراق المالية في بورصة الكويت، كما تؤدي من جهة أخرى خدمات سجلات المساهمين، وأمين الحفظ للشركات وصناديق الاستثمار، وتقوم بأداء خدمات أمين الحفظ المحلي والإقليمي لجميع المستثمرين².

و في سنة 2016 أنشأت بورصة الكويت "شركة بورصة الكويت لخدمات الاقتصاد والتكنولوجيا المعلومات والاستثمارات (ذ.م.م)" كشركة تابعة لها.

إن إصلاحات البورصة الكويتية المستمرة مهدت الطريق أمام إجراء العديد من التحسينات التنظيمية والتشغيلية في سوق الأسهم الكويتية، وإلى تعزيز مستوى الأداء المالي، وتأسيس التبادل مع القدرات لدعم نمو قوي وعميق وطويل الأجل للقطاع الخاص الكويتي. قدمت بورصة الكويت العديد من المنتجات والخدمات للعملاء المصددين والمستثمرين، وذلك بإصدار كتاب قواعد البورصة الجديد الذي ساعد الشركة على تقسيم السوق بناء على معايير معتمدة عالمياً.

قدمت الشركة منصة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة (OTC) الذي يعد نظام استثماري موثوق به طورته بورصة الكويت

¹ - بورصة الكويت، التقرير السنوي 2019، ص: 9، على الموقع المتصفح بتاريخ: 30 أوت 2020: <http://www.bourse.kuwait.com>
* فوتسي راسل (FTSE Russell): هو الاسم التجاري لمجموعة بورصة لندن (LSEG) التابعة لمجموعة فوتسي الدولية المحدودة (FTSE International Limited) والمعروفة باسم «مجموعة فوتسي» (FTSE Group) وشركة فرانك راسل (Frank Russell Company)، تشتهر بمؤشرها فوتسي 100، ومؤشر راسل 2000 وكذلك مجموعة من المؤشرات الأخرى، تم تقديم العلامة التجارية وقسم فوتسي راسل في عام 2015، والتي تدمج خدمات المؤشرات لسلسلة مؤشرات فوتسي وسلسلة مؤشر راسل، في نفس العام، باعت (LSEG) قسم إدارة الأصول بشركة فرانك راسل والمعروف باسم راسل للاستثمار (Russell Investments).

² - بورصة الكويت، التقرير السنوي 2019، ص: 10، على الموقع المتصفح بتاريخ: 30 أوت 2020: <http://www.bourse.kuwait.com>

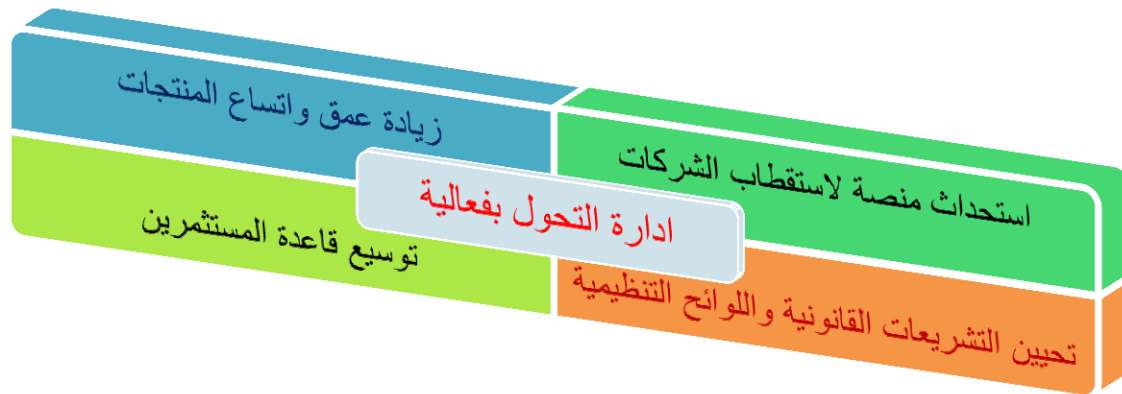
للمستثمرين الذين يرغبون بتداول الأوراق المالية غير المدرجة، وهو النظام الوحيد من نوعه في مجلس التعاون الخليجي، يوفر للشركات الصغيرة والشركات الناشئة التي لا تتأهل للإدراج في السوق الرسمي فرصة للنمو بالإضافة إلى عمليات مبسطة للتسجيل في المنصة لِتُمكنَ المستثمرين من تداولها بشفافية أكبر.

كما أطلقت في سنة 2019 حزمة من المنتجات والتطويرات تشمل صناديق الاستثمار العقاري المدرة للدخل المتداول (REIT) التي تعمل على أن تشكل عوامل جذب للمستثمرين في سوق المال الكويتي.

4-لمحة عامة عن التحول الاستراتيجي¹:

يتمحور دور قطاع التحول الاستراتيجي حول إدارة شؤون بورصة الكويت نحو تطوير وتنفيذ الاستراتيجية طويلة الأجل، وخطط التشغيل المعتمدة من قبل مجلس إدارة الشركة، وإلى الإدارة الفعالة وتكوين قاعدة جيدة من الجهات المصدرة، وتوسيع قاعدة انتشار المستثمرين، وزيادة عمق واتساع المنتجات المصدرة، وتطوير البنية التحتية للبورصة وبيئة الأعمال وفقاً للمعايير الدولية. ويمكن تلخيص ذلك بالمخطط البياني التالي:

الشكل رقم (3-1): مخطط التحول الاستراتيجي لإدارة بورصة الكويت



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على: التقرير السنوي لبورصة الكويت 2016، ص:20

أصدرت بورصة الكويت سنة 2016، القواعد الخاصة بتداول الصفقات خارج المنصة (OTC)، وعمليات صانع السوق، والصفقات ذات الطبيعة الخاصة، زيادة عن الوثائق القانونية المتعلقة بالجوانب الأخرى من أسواق المال.

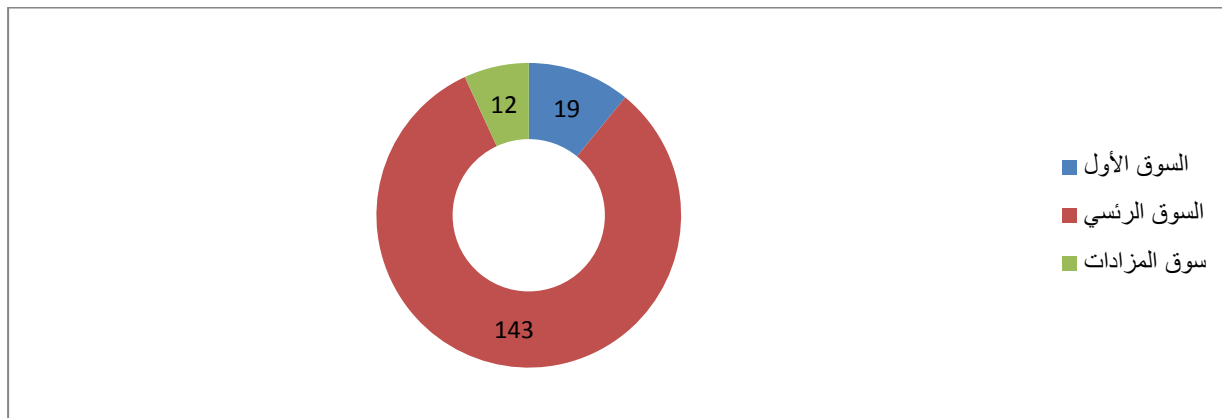
5-تقسيم السوق المالي (بورصة الكويت)²:

في فاتح أبريل 2018 عملت بورصة الكويت على نظام تقسيم السوق للشركات المدرجة الى ثلاثة أسواق ("السوق الأول" و "السوق الرئيسي" و "سوق المزادات") وذلك وفق معايير عالمية متقدمة تلبي احتياجات السوق الكويتي وتعطيه أكثر شفافية ، وهذا لمواكبة الأسواق العالمية مما يتيح المجال إلى استحداث أنواع من الأدوات الاستثمارية التي يرغب بها المستثمر، وكانت سنة 2019 مقسمة على النحو الآتي:

¹ - بورصة الكويت، التقرير السنوي 2016، ص: 20، على موقع المتصفح بتاريخ: 30 أوت 2020: [http // www. bourse Kuwait. Com](http://www.bourse.kuwait.com)

² - بورصة الكويت، التقرير السنوي 2018، ص-ص: 27-28، على موقع المتصفح بتاريخ: 30 أوت 2020: [http // www. bourse Kuwait. Com](http://www.bourse.kuwait.com)

الشكل رقم (3-2): عدد الشركات المدرجة موزعة حسب تقسيمات بورصة الكويت لعام 2019



من اعداد الباحث بناء على التقرير السنوي لبورصة الكويت-2019

١- السوق الأول:

هو سوق الشركات النخبة الذي يعد أفضل الأسواق التي أنشأتها بورصة الكويت، وهو يستهدف الشركات الممتازة ذات السيولة العالية والقيمة السوقية المتوسطة إلى الكبيرة، كما نجد الشركات المصنفة في السوق الأول تتواجد ضمن مؤشر السوق العام، ونلاحظ ان عدد الشركات المدرجة في السوق "الأول" 19 شركة خلال سنة 2019.

٢- السوق "الرئيسي":

هو السوق الذي تدرج من خلاله الشركات التي لا تتأهل بمواصفاتها للسوق "الأول"، ولكن لديها سيولة تجعلها قادرة على التداول ضمن السوق الرئيسي وتكون مطابقة لكافة شروط الإدراج الأساسية، كما نجد الشركات المصنفة في السوق الرئيسي، تتواجد ضمن مؤشر السوق العام. ومدرج في السوق "الرئيسي" 143 شركة خلال عام 2019.

٣- سوق "المزادات":

هو السوق الذي يضم الشركات المدرجة في البورصة والتي لا تستوفي شروط السوق "الأول" والسوق "الرئيسي"، وتصنف ضمن سوق "المزادات" وهي الشركات التي تتميز بالسيولة المنخفضة قليلة التداول من حيث العرض والطلب بغض النظر عن قيمتها السوقية، فالشركات المصنفة بهذا السوق لا تستوفي شرط السيولة وعليه لا تطبق الحدود السعرية على الأسهم المدرجة بهذا السوق، ولا يوجد لها مؤشر خاص بها، ولا نجد لها ضمن المؤشرات الأخرى، وتقوم الشركات المدرجة في سوق "المزادات" بعقد مزادات يومية لتركيز مستوى السيولة، وتوجد في سوق المزادات 12 شركة في سنة 2019.

المطلب الثالث: أثر الاسهم الاسلامية في أداء سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

تمهيد:

سنتناول في هذا المطلب بدراسة تحليلية عامة لنشاط سوق الأوراق المالية الكويتية (بورصة الكويت)، لمعرفة مدى أثر أسهم الشركات الإسلامية أو المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على أداء السوق المالية، وذلك عن طريق المعايير المستخدمة لقياس أداء سوق رأس المال، والمتمثلة في **مؤشرات حجم السوق** من عدد الشركات الاجمالي والشركات الإسلامية المدرجة داخل سوق رأس المال، وكذلك عدد اسهمها المتداولة، والصفقات المنفذة لعمليات البيع والشراء، والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، ومعدل الرسملة السوقية (معدل رأس مال السوق)، وكذلك **مؤشرات سيولة السوق** من حيث نسبة حجم التداول، ومعدل الدوران، والمؤشر العام للسوق، ومؤشرات تركز السوق المالية.

ملاحظة: يلاحظ على فترة الدراسة من 2010 الى 2020 أن سوق الأوراق المالية الكويتية مرت بمراحل عديدة في سرعة تطورها وتحولاتها وخاصة سنة تحول السوق الى بورصة كاملة الأسس من تحديث لكل القوانين المنظمة للسوق ومحاولة اتباعها للمعايير الدولية المعمول بها في السوق العالمية المتطورة أو الناشئة، وادخالها لجل النظم التكنولوجية الحديثة التي تعمل على شفافية السوق وصحة معلوماته وسرعة وصولها الى المستثمرين لتجعل من قراراتهم صائبة ومحقة للأهداف الاستراتيجية للشركات من جهة والمتعاملين داخل البورصة من جهة أخرى.

ولضرورات الحصول على الاحصائيات التفصيلية للشركات الإسلامية أو المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للسنوات 2010 و 2011 فلم نتمكن منها وعليه سنتناول بأكثر تفصيل للسوق المالية الكويتية وبورصة الكويت الأداء المالي من جميع مكوناته من مؤشرات السوق العامة الى عدد الشركات المدرجة وعدد أسهمها وقيمهم المتداولة والسوقية وعدد الصفقات المنفذة للسنوات من 2012 الى 2020.

1-دراسة تحليلية لنشاط التداول لسوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت):

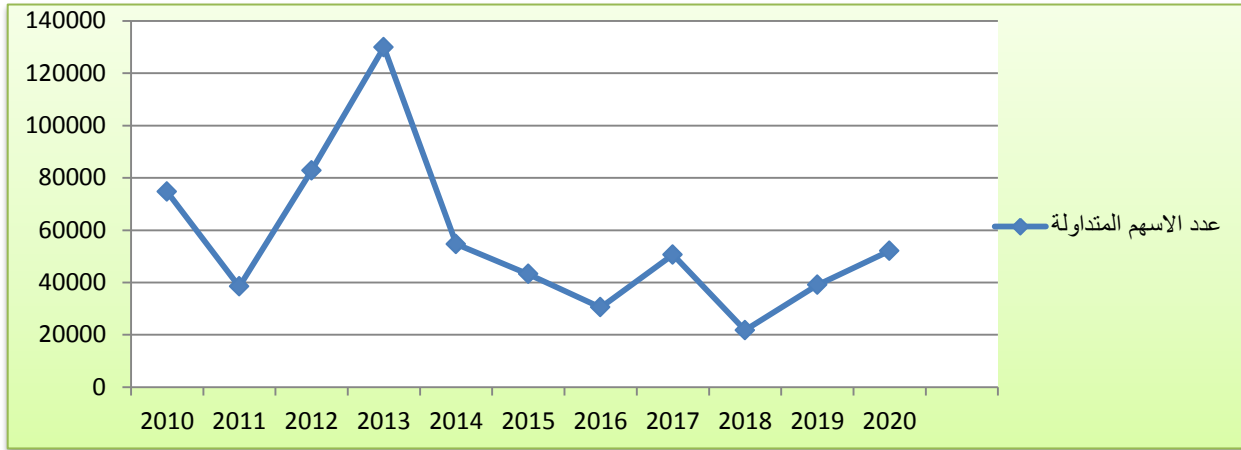
يقدم الجدول ادناه الاحصائيات الكلية المتعلقة بنشاط سوق الأوراق المالية الكويتية وبورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من عام (2010 الى 2020)، من حيث عدد الشركات المسجلة، وأسهمها المتداولة وقيمتها، وعدد صفقاتها المنفذة، والقيمة السوقية، وقيم المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وبورصة الكويت.

جدول رقم (3-5): إحصائيات وتغيرات نشاط سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) للسنوات من 2010 الى 2020

البيان السنوات	عدد الشركات المسجلة	نسبة التغير %	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	نسبة التغير %	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار.ك)	نسبة التغير %	عدد الصفقات المنفذة (بالآلف)	نسبة التغير %	القيمة السوقية (مليون دينار.ك)	نسبة التغير %	قيمة مؤشر السوق العام	نسبة التغير %
2010	214	-	74,691,5	-	12,526,3	-	12,541,43	-	33,678,8	-	6,955.5	-
2011	229	6,55+	38,423,0	48,6-	6,068,3	51,6-	618,368	50,7-	24,052,5	28,6-	5,814.2	16,4-
2012	214	7,01-	82,805,671,522	115,5+	7,215,905,079.482	18,9+	1,204,934	94,9+	29,376,4	21,1+	5,934.3	2,1+
2013	215	47+	129,921,339,269	56,8+	11,389,419,336.934	57,8+	2,252,744	86,9+	31,154,7	6,0+	7,549.5	27,2+
2014	212	1,42-	54,659,783,754	57,9-	6,175,730,578.765	45,8-	1,226,739	45,5-	30,236,8	8,9-	6,535.7	13,4-
2015	208	1,92-	43,193,179,400	27-	4,009,809,774.334	54-	988,073	24,15-	-	-	-	-
2016	196	6,12-	30,505,011,532	42-	2,880,475,066.351	39-	719,196	37,39-	26,68 مليار	-	-	-
2017	177	10,73-	50,623,095,011	40+	5,728,730,598.868	49,72+	1,207,358	40,43+	27,94 مليار	4,51+	4,830.3	-
2018	174	1,72-	21,710,602,481	57-	4,137,964,255.552	38,44-	934,290	17,70-	28,7 مليار	2,8+	5,079.5	5,16
2019	172	1,16-	39,046,629,134	44+	7,937,774,512.714	47,87+	1,543,128	39,45+	35,79 مليار	24,7+	6,282.0	23,68
2020	174	1,15+	52,094,833,406	25+	10,751,697,095.536	26,17+	2,318,050	33,43+	32,22 مليار	11,08-	5,546.0	11,7-

التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28)،
و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017،
2018، 2019، 2020).

الشكل رقم: (3-3) عدد الاسهم المتداولة في بورصة الكويت للفترة من 2010-2020



المصدر: من اعداد الباحث بناء على الجدول اعلاه رقم (3-5)

التحليل: بإلقاء نظرة عامة على الاحصائيات الرقمية لتطورات سوق الاوراق المالية الكويتية من حيث العدد الاجمالي للأسهم وقيمها المتداولة وعدد صفقاتها المنفذة خلال الأعوام من 2010 الى 2020 نلاحظ الآتي:

-تميزت السنتين الاوليتين 2010، 2011، رغم العدد الكبير للشركات المدرجة في السوق المالية حيث وصلت الى 214، 229 شركة على التوالي ، بعدد اسهم اجمالي في السنة الاولى (2010) يقدر بـ (74,691,5 مليون سهم) متداول ، بقيمة سوقية اجمالية بلغت (12,526,3 مليون دينار كويتي)، وفي عام 2011 بلغ العدد الاجمالي للأسهم المتداولة (38,423,0 مليون سهم) بقيمة سوقية تقدر بـ (6,068,3 مليون د.ك).

-الا انه في عام 2012 انخفض عدد الشركات المدرجة بالنسبة للسنة السابقة ولم يتجاوز 214 شركة ، غير انه نشاط السوق المالية ازداد وبلغ عدد الاسهم المتداولة ما عدده (82,805,671,522 مليون سهم) بقيمة سوقية تعادل (7,215,905,079,482 مليون د.ك)، وهو عدد وقيمة نشطة وجيدة لتوفير السيولة وزيادة سرعة التداول.

-تعتبر سنة 2013 من انشط السنوات للسوق المالية الكويتية اذ لم يتجاوز عدد الشركات الاجمالي 215 شركة مدرجة في السوق ، بعدد اجمالي للأسهم المتداولة قدر بـ (129,921,339,269 مليون سهم) وتعد اكبر عدد للأسهم على مدار سنوات الدراسة ، بقيمة سوقية بلغت (11,389,419,336.934 مليون د.ك) وهي قيمة كبيرة اذا ما قورنت بالقيم السوقية لبقية السنوات اضافة الى كبر عدد الصفقات المنفذة والذي بلغ عددها (2,252,744 لف صفقة)، ويرجع هذا الى زيادة النمو الاقتصادي العالمي وما نتج عنه من ارتفاع الطلب على صادرات قطاع النفط والمداخيل المترتبة على الخزينة العمومية لدولة الكويت، ومنها تعمل الدولة على زيادة الانفاق الحكومي، والذي بدوره يؤثر على نشاط الشركات داخل الاقتصاد الكويتي ويضاعف عوائدها مما ينعكس ايجاباً على قدرتها على التوسع في الاصدارات وزيادة نشاطها، وزيادة تداول الاسهم والسيولة في سوق الاوراق المالية.

-لقد حدث صدمة للدول المصدرة للنفط في سنة 2014 اذ تباطأ النمو الاقتصادي العالمي من جديد بعد الانتعاش الذي عاشته السنوات السابقة وتعافيتها من آثار الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري الأمريكي) غير أنه لم يصمد أمام التحديات الهيكلة التي أظهرتها الأزمة والمؤثرة بصورة مباشرة على الأسواق المالية العالمية ومن بينها الأسواق العربية.

فكان من آثار الأزمة على بورصة الكويت هو انخفاض عدد الشركات المدرجة داخل السوق المالية واستمر في الانخفاض خلال السنتين 2015، 2016، اذ سجل السوق عددا قدر بـ 212، 208، 196 شركة، على التوالي للثلاثة سنوات بعدد اسهم متداولة قدرت بـ (54,659,783,754 مليون سهم)، (43,193,179,400 مليون سهم)، (30,505,011,532 مليون سهم)، وبقیم

سوقية بلغت على التوالي (6,175,730,578.765 مليون د.ك.)، (4,009,809,774.334 مليون د.ك.)، (2,880,475,066.351 مليون د.ك.) على التوالي، كما قدرت صفقات السنوات الثلاثة على التوالي بـ (1,226,739 الف صفقة) و (988,073 الف صفقة) و (719,196 الف صفقة) على التوالي .

وبقيت بورصة الكويت باقي سنوات الدراسة 2017، 2018، 2019، 2020، في حالة تذبذب مستمر بين صعود وهبوط، حيث سجلت على التوالي عدداً للشركات المدرجة في البورصة قدر بـ 177، 174، 172، 174 شركة على التوالي، مقابل عدد اسهم متداولة قدر بـ (50,623,095,011 مليون سهم)، (21,710,602,481 مليون سهم)، (39,046,629,134 مليون سهم)، (52,094,833,406 مليون سهم)، مع ملاحظة أن السنتين الأخيرتين 2019، 2020 هناك زيادة معتبرة لعدد الأسهم والقيم المقدرة بـ (7,937,774,512.714 مليون د.ك.)، و (10,751,697,095.536 مليون د.ك.)، وكذلك ارتفاع عدد الصفقات المنفذة اذ قفز من (1,543,128 الف صفقة) في عام 2019، و (2,318,050 الف صفقة) في 2020، ويعود هذا الارتفاع الى الانتعاش الذي في نمو الاقتصاد العالمي سنة 2019، وكذلك في أواخر 2020 بعد بداية حركية اقتصادات الدول بعد الغلق الشامل المتعلق بوباء (كوفيد-19).

2- مؤشرات حجم السوق المالية للشركات الإسلامية:

2-1- عدد الشركات الإسلامية: من خلال الجدولين رقم (3-6)، و رقم (3-7) أدناه الذين يحددان التطور الاجمالي لعدد الشركات المدرجة من طرف هيئة مراقبة السوق المالية داخل سوق الكويت، وكذلك استخراج عدد الشركات الإسلامية، والشركات المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية، من سنة 2012 الى سنة 2020 (حسب الامكانات الاحصائية المتاحة لبورصة الكويت وعدة هيئات وبنوك اسلامية)، فيمكن ملاحظة ما يلي:

- التزايد المستمر لنسبة عدد الشركات الإسلامية في سوق الكويت المالي، اذ في سنة 2012 بلغ عدد الشركات الإسلامية المدرجة 85 شركة من العدد الاجمالي المقدّر بـ 214 شركة اي بنسبة 39,71% الى ان وصلت في سنة 2020 بعدد 106 شركة اسلامية من اجمالي 174 شركة مدرجة اي ما نسبته 60,91%، وقدرت نسبة الزيادة بحوالي 21,20%.

عند وقوفنا على الملاحظة الاولى يبدو ان تزايد عدد الشركات الإسلامية مرده الى القناعة الراسخة لدى المستثمرين بالابتعاد على ما يخالف احكام الشريعة الإسلامية، ومدى فعالية الصيغ الاستثمارية الإسلامية في ضمان حقوق المستثمرين بالابتعاد على الاستثمارات الغير حقيقية والمبنية على المضاربة الغير شرعية، والغرر في التعاملات المالية المشبوهة، مما يؤدي الى خلق معلومات وبيانات تخالف حقيقة العملية التمويلية للأسواق المالية.

كما تعد الازمة المالية لعام 2008م احد العوامل الرئيسية في العودة الى الاستثمار في اسهم الشركات الإسلامية او الشركات المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية.

- اما من الناحية القطاعية فعدد الشركات الإسلامية مهيمنة على مجموعة من القطاعات الرئيسية المكونة لسوق الكويت المالية، بحيث نجد ان القطاع العقاري في سنة 2012 يصل الى 61,53% بعدد 24 شركة اسلامية من 39 شركة اجمالية، واستمرت الزيادة من 64,10، %64,10، %65,78، %68,42، %69,94، %73,52، %72,50، %79,48، على التوالي للسنوات 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2019، 2020، باستثناء سنة 2018 حيث بلغت النسبة 70,00%.

- كما تصدر قطاع شركات القطاع الصناعي من حيث عدد الشركات الإسلامية، وبقي في حالة زيادة مستمرة اذ بلغت النسبة سنة 2012 ما يقارب 56,41% للشركات الإسلامية بعدد 22 شركة من اجمالي الشركات المدرجة في السوق الكويتية بعدد 39 شركة.

- كما يلاحظ الهيمنة الكاملة للشركات الإسلامية عند سنة 2017 إذ بلغت النسبة ما يقارب 82,75%، بعدد 24 شركة إسلامية من إجمالي 29 شركة متداولة في السوق المالية، واستمرت هذه الزيادة في عام 2018، 2019، 2020، بنسب 82,75%، 85,71%، 82,75% على التوالي.

- كما ازداد عدد الشركات الإسلامية في قطاع المواد الأساسية، إذ كانت نسبته لا تتجاوز 40% بعدد 2 شركة إسلامية من عدد إجمالي للشركات المتداولة في السوق والمقدرة بـ 5 شركات، إلا أنه بزيادة تصاعدية فاقت الـ 60% بعدد 3 شركات إسلامية من 5 شركات كلية تتداول بالسوق الكويتي المالي، وواصلت الزيادة إلى ما نسبته 75.00% بعدد 3 شركات إسلامية من مجموع 4 شركات في عامي 2015، 2016، ثم استمرت نفس النسبة حتى عام 2020م باستثناء سنة 2019 وصلت النسبة إلى 100% بعدد 3 شركات إسلامية من مجموع كلي 3 شركات.

- كما يلاحظ على قطاع السلع الاستهلاكية استقرار نسبة عدد الشركات الإسلامية بين 42,85% في عام 2012 و 2013 و 2014 بعدد 3 شركات إسلامية من 7 شركات إجمالية مدرجة، كما لم تتجاوز الـ 50,00% في عام 2015، 2016، بعدد 4 شركات إسلامية من مجموع 8 شركات مدرجة.

وفي السنوات 2017، 2018، 2019، 2020 هيمنة كاملة للشركات الإسلامية على هذا القطاع ووصلت نسبته إلى 100% بعدد 3 شركات إسلامية من مجموع 3 شركات مدرجة.

وهذا يدل على الأثر المتزايد لأسهم الشركات الإسلامية العاملة في قطاع السلع الاستهلاكية.

- كما كان قطاع الاتصالات تستحوذ عليه الشركات الإسلامية أو المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بنسبة 100% خلال ست سنوات متتالية ابتداء من عام 2012 و 2013، بعد الشركات الإسلامية الثلاثة و 2014 و 2015 بـ 4 شركات إسلامية متداولة داخل سوق الكويت المالي (بورصة الكويت)، إضافة إلى سنة 2020 بـ 5 شركات إسلامية بنسبة 100%.

- رغم أهمية القطاع المالي وخدماته (البنوك والخدمات المالية) إلا أن الملاحظ من خلال الجدولين السابقين أن قطاع البنوك في جميع سنوات الدراسة لم يتعدى نسبة 45,45% سنة 2020 بعدد 5 بنوك إسلامية من مجموع 11 بنكاً مدرجاً داخل السوق الكويتية، كما كانت نسب السنوات الباقية تتراوح بين أدنى نسبة المقدرة 38,46% بعدد 5 بنوك إسلامية من مجموع 13 بنكاً عند سنة 2013، ونسبة 41,66% لسنوات 2012، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018، 2019، بعدد 5 بنوك إسلامية من مجموع 12 بنكاً مدرجاً داخل السوق.

أما قطاع الخدمات المالية فكانت مساهمة الشركات الإسلامية ضعيف إذ قدرت نسبته في عام 2010م، 21,81% بعدد شركات إسلامية لم يتجاوز عددها 16 من مجموع 55 شركة مدرجة في بورصة الكويت، وكانت سنة 2020 مسجلة أكبر نسبة مساهمة للشركات الإسلامية إذ قدرت بـ 38,00% بعدد 19 شركة خدمات مالية إسلامية من مجموع 50 شركة متداولة أسهمها داخل السوق المالية.

- كما يلاحظ على قطاع الرعاية الصحية الخدمي رغم أهميته الصغيرة داخل بورصة الكويت إلا أنه يعد الاستثناء في السنوات 2017، 2019، 2020 إذ بلغت نسبة الشركات الإسلامية 100% بعدد 2 شركة رعاية صحية، و 3 لكل من السنتين الأخيرتين على التوالي.

أما باقي السنوات فلم تتجاوز في سنتي 2012 و 2013 نسب 33,33% بعدد شركة إسلامية واحدة من بين مجموع 3 شركات مدرجة في السوق، أما السنوات الباقية فكانت في 2014 النسبة حوالي 66,66% بعدد شركات خدمية صحية الـ 2 شركة من مجموع 3 شركات، وسنتين الباقيتين 2015 و 2016 كانت النسبة 50,00% بعدد شركتين إسلاميتين من إجمالي يقدر بـ 4 شركات مدرجة.

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية- دراسة سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)

جدول(3-6): تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتية من 2012 الى 2016

2016			2015			2014			2013			2012			السنوات
النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	العدد/النسبة اسم القطاع
50,00	4	8	50,00	4	8	50,00	4	8	50,00	4	8	50	4	8	النفط والغاز
75,00	3	4	75,00	3	4	60,00	3	5	60,00	3	5	40	2	5	مواد اساسية
66,66	25	36	60,00	24	40	60,00	24	40	61,53	24	39	56,41	22	39	صناعة
50,00	4	8	50,00	4	8	42,85	3	7	42,85	3	7	42,85	3	7	سلع استهلاكية
50,00	2	4	50,00	2	4	66,66	2	3	33,33	1	3	33,33	1	3	رعاية صحية
23,07	3	13	37,50	6	16	37,50	6	16	31,25	5	16	37,50	6	16	خدمات استهلاكية
100	4	4	100	4	4	100	4	4	100	3	3	100	3	3	اتصالات
41,61	5	12	41,66	5	12	41,66	5	12	38,46	5	13	41,66	5	12	بنوك
25,00	2	8	25,00	2	8	25,00	2	8	25,00	2	8	12,50	1	8	تأمين
69,94	25	36	68,42	26	38	65,78	25	38	64,10	25	39	61,53	24	39	عقار
31,25	15	48	32,65	16	49	30,18	16	53	29,09	16	55	21,81	16	55	خدمات مالية
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	ادوات مالية
33,33	1	3	25,00	1	4	25,00	1	4	25,00	1	4	25	1	4	تكنولوجيا
66,66	8	12	30,76	4	13	60,00	9	15	42,85	6	14	57,14	8	14	موازي
48,97	96	196	48,55	101	208	46,69	99	212	45,11	97	215	39,71	85	214	المجموع

التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص: 26، 31) و(2011، ص: 27، 31) و(2012، ص: 28، 32) و(2013، ص: 24،

28) و(2014، ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016،

2017، 2018، 2019، 2020).

جدول (3-7): تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتية من 2017 الى 2020

2020			2019			2018			2017			السنوات
النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	النسبة %	الاسلامية	الكلية	العدد/النسبة اسم القطاع
66,66	4	6	66,66	4	6	66,66	4	6	66,66	4	6	النفط والغاز
75,00	3	4	100	3	3	75,00	3	4	75,00	3	4	مواد اساسية
82,75	24	29	85,71	24	28	82,75	24	29	82,75	24	29	صناعة
100	3	3	100	3	3	100	3	3	100	4	4	سلع استهلاكية
100	3	3	100	3	3	66,66	2	3	100	2	2	رعاية صحية
42,85	6	14	50,00	7	14	50,00	7	14	50,00	5	10	خدمات استهلاكية
100	5	5	80,00	4	5	60,00	3	5	75,00	3	4	اتصالات
45,45	5	11	41,66	5	12	41,66	5	12	41,66	5	12	بنوك
25,00	2	8	25,00	2	8	25,00	2	8	28,57	2	7	تأمين
79,48	31	39	72,50	29	40	70,00	28	40	73,52	25	34	عقار
38,00	19	50	36,73	18	49	34,69	17	49	34,88	15	43	خدمات مالية
0	0	1	0	0	1	0	0	1	50,00	1	2	تكنولوجيا
/	/	/	/	/	/	/	/	/	20,00	4	20	موازي
100	1	1	/	/	/	/	/	/	/	/	/	منافع
60,91	106	174	59,30	102	172	56,32	98	174	54,80	97	177	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28) و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات التداول لبورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

2-2- عدد صفقات الشركات الإسلامية:

ان تتبع ارقام ونسب الجدولين (3-8) و(3-9) أدناه المحددين لعدد ونسب تطور الصفقات لأسهم الشركات الإسلامية والشركات المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية نسبة الى المجموع الكلي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الكويتي، يمكن ملاحظة هيمنة الشركات الإسلامية على اهم القطاعات الاقتصادية المشكلة للاقتصاد الكويتي كقطاع النفط والغاز وخدماته، والصناعة، والسلع الاستهلاكية، وشركات الرعاية الصحية، والهيمنة التامة على قطاع الاتصالات.

- اذ هيمن قطاع الاتصالات بالمطلق على عدد الصفقات جميعها للشركات الإسلامية، بنسبة 100% لجميع سنوات الدراسة من عام 2012 الى عام 2020، اذ كان اقل عدد للصفقات في سنة 2013 بعدد قدر بـ 42,501 صفقة، واكبر عدد كان بسنتي 2019م، 2020م، على التوالي بـ 102,353، 179,909 صفقة، وتعتبر زيادة العام الاخير (2020) منطقية جراء الغلق الشامل الذي تعرض له الاقتصاد ولجوء الافراد والشركات والحكومات الى استعمال كل الوسائل التكنولوجية للاتصالات المتاحة للقيام بأعمالهم.

- اما القطاع العقاري فأخذت منه صفقات الشركات الإسلامية الحصة الكبرى اذ بدأت سنة 2012 بهيمنة صفقات الشركات الإسلامية بـ 279,860 صفقة بنسبة عالية تقدر بـ 99,62%، ثم اخذت هذه النسبة بالتراجع في السنوات 2013، 2014، 2015، على التوالي 73,89%، 73,68%، 67,16%.

غير انه اخذ عدد الصفقات المنحني التصاعدي ابتداء من عام 2016 بنسبة 74,70% وبعد الصفقات المقدر بـ 111,513 صفقة، واستمر في التصاعد في السنوات 2017، 2018، 2019، 2020، على التوالي بنسب قدرت بـ 82,03%، 83,73%، 91,76%، 95,12%، وبصفقات قارب عددها على التوالي بـ 234,013، 104,382، 215,907، 268,592 صفقة.

- القطاع الصناعي، يعد القطاع الصناعي من بين اهم القطاعات الذي تهيمن عليه صفقات الشركات الإسلامية، فإستثناء عام 2012 الذي بلغ عدد صفقاته 108,800، بنسبة 74,97%، و 2015 حيث لم تتعدى صفقات الشركات الاسمية فيه 80,611 صفقة مقابل نسبة تقدر بـ 74,55%، اما عن بقية السنوات فتتعدى فيها النسبة الى 80%، وتتجاوز في عام 2019 بنسبة 94,52%، بعدد 187,364 صفقة، وذلك عام 2020 اذ بلغت نسبته الى 96,41%، بعدد قدر بـ 312,780 صفقة تعد الاكبر على الإطلاق.

القطاع البنكي يعد من اهم قطاعات السوق المالي غير ان صفقات الشركات الإسلامية مرت بمراحل متذبذبة بين صعود ونزول فلم تتجاوز في سنة 2019 ما نسبته 45,68%، اما عن اعلى نسبة فكانت في عام 2014 قدرت بحوالي 83,00% . اما عن قطاع الخدمات المالية فكانت صفقات الشركات الإسلامية متوسط اذ بلغت في عام 2015 ما نسبته 54,60%، كأعلى مقدار وكانت سنة 2014 تمثل ادنى نسبة مقدرة بـ 47,86% .

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

جدول (3-8): تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي (2012-2016)

2016			2015			2014			2013			2012			السنوات
%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	البيان
88,24	24,559	27,830	92,27	33,339	36,129	90,85	46,471	51,151	91,78	85,227	92,859	94,14	38,189	40,565	النفط والغاز
80,47	6,776	8,420	92,43	7,660	8,287	89,20	9,180	10,291	58,80	9,443	16,057	58,86	8,498	14,436	مواد اساسية
80,70	59,372	73,564	74,55	80,611	108,127	80,62	104,047	129,051	80,95	201,383	248,761	74,97	108,800	145,122	صناعة
78,16	12,271	15,699	82,79	11,278	13,622	84,89	14,174	16,696	91,68	27,509	30,004	84,64	11,277	13,322	سلع استهلاكية
65,29	585	896	84,08	1,374	1,634	96,93	1,169	1,206	85,30	1,254	1,470	96,15	1,326	1,379	رعاية صحية
85,15	31,660	37,181	75,58	25,994	34,392	62,82	19,283	30,695	64,41	32,782	50,888	43,03	10,565	24,552	خدمات استهلاكية
100	47,495	47,495	100	112,319	112,319	100	77,198	77,198	100	42,501	42,501	100	64,637	64,637	اتصالات
72,79	71,566	98,313	63,66	70,649	110,972	83,00	128,148	154,379	66,00	174,242	263,996	73,11	71,714	98,079	بنوك
61,21	1,736	2,836	47,43	1,064	2,243	78,61	4,504	5,729	88,15	9,752	11,0626	43,51	691	1,588	تأمين
74,70	111,513	149,264	67,16	147,796	220,040	73,68	190,975	259,171	73,89	480,528	650,270	99,62	279,860	280,907	عقار
48,41	119,827	247,494	54,60	167,407	306,556	47,86	216,146	451,594	54,22	414,225	763,843	54,23	270,453	498,623	خدمات مالية
27,84	1,088	3,908	11,24	838	7,451	35,62	3,691	10,361	19,65	4,086	20,793	32,36	2,805	8,667	تكنولوجيا
98,53	6,204	6,296	99,14	26,046	26,271	98,72	28,845	29,217	98,07	59,080	60,240	56,54	7,383	13,056	موازي
68,77	494,652	719,196	69,46	686,375	988,073	68,78	843,831	1,226,739	68,45	1,542,012	2,252,744	69,54	837,943	1,204,933	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24،

28) و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015،

2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

جدول (3-9): تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي (2017-2020)

2020			2019			2018			2017			السنوات
%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	البيان
95,22	47,812	50,208	97,83	24,255	24,793	96,94	17,094	17,634	91,44	35,465	38,785	النفط والغاز
97,42	41,380	42,473	91,44	31,782	34,759	94,49	21,099	22,330	86,79	11,032	12,710	مواد اساسية
96,41	312,780	324,415	94,52	187,364	198,224	87,52	117,648	134,423	83,22	99,481	119,528	صناعة
100	22,764	22,764	100	15,266	15,266	99,04	11,188	11,296	96,74	18,130	18,741	سلع استهلاكية
99,64	279	280	100	65	65	99,39	162	163	86,27	509	590	رعاية صحية
76,60	41,955	54,766	73,53	23,382	31,801	78,60	37,972	48,312	81,52	30,305	37,173	خدمات استهلاكية
100	179,909	179,909	100	102,353	102,353	100	85,109	85,109	100	82,006	82,006	اتصالات
61,90	509,832	823,523	45,80	242,939	530,402	52,10	149,169	286,300	69,60	139,233	200,056	بنوك
50,77	2,855	5,623	29,39	952	3,239	22,06	738	3,341	74,98	4,240	5,655	تأمين
95,12	268,592	282,366	91,76	215,907	235,293	83,73	104,382	124,663	82,04	234,013	285,251	عقار
44,86	212,733	474,114	48,10	176,347	366,653	51,07	97,296	190,524	37,60	145,302	386,391	خدمات مالية
0	/	1,033	/	/	280	64,67	851	1,316	34,86	2,343	6,722	تكنولوجيا
/	/	00	/	/	/	3,54	315	8,909	61,37	8,438	13,750	موازي
100	56,576	56,576	66,13	1,020,612	1,543,128	68,82	643,023	934,290	67,12	810,497	1,207,358	المجموع

التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و (2011، ص-ص: 27، 31) و (2012، ص-ص: 28، 32) و (2013، ص-ص: 24، 28). و (2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

2-3- عدد اسهم الشركات الإسلامية في بورصة الكويت

توضح الجداول الثلاثة (3-10)، (3-11)، (3-12)، تطورات عدد اسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وبورصة الكويت، إذ توضح العدد الإجمالي للأسهم المتداولة، وعدد ونسبة مساهمة أسهم الشركات الإسلامية في المجموع الكلي للقطاعات المكونة للإقتصاد الكويتي، حيث نلاحظ جملة من المشاهدات على إحصائيات الجداول الثلاثة للفترة الممتدة من 2012 إلى 2020: سجلت سنة 2017 أكبر نسبة لعدد اسهم الشركات الإسلامية الإجمالي إذ بلغت ما مقداره 73,06%، وهو ما يعادل (36,889,748,268) من مجموع الاسهم المتداولة والبالغ عددها (50,623,095,011) سهمًا، كما وصلت إلى أدنى نسبة قدرها 50,10% سنة 2019، ما يعادل (23,467,601,983) سهمًا مقابل مجموع الاسهم المتداولة والمقدر بـ (39,046,629,134) سهمًا.

قدرت نسب عدد اسهم الشركات الإسلامية المتداولة داخل سوق الأوراق المالية الكويتية من مجموع العدد الإجمالي المتداول للسنوات 2012 بـ 71,69%، يقابله (57,728,320,565 سهم) ، و 2013 نسبة 72,21%، بعدد اسهم (93,825,653,926 سهم) من العدد الإجمالي للأسهم المتداولة المقدر بـ (129,921,339,269 سهم)، وفي سنة 2014 قدرت نسبة اسهم الشركات الإسلامية بـ 71,14% مقابل عدد (38,889,748,268 سهم) من العدد الكلي للأسهم (54,659,783,754 سهم)، أما في عام 2015 نلاحظ انخفاض طفيف في نسبة عدد اسهم الشركات الإسلامية المقدر بـ 69,92% مقابل عدد (30,203,407,385 سهم) من المجموع الكلي للأسهم والمقدر بـ (43,193,179,400 سهم)، أما عن السنوات الثلاثة الباقية 2016، 2018 و 2020 فقد قدرت نسبهم من اسهم الشركات الإسلامية بـ 70,85%، 67,01%، 66,97%، على التوالي بأعداد اسهم قدرتها (21,613,378,560 سهم)، و (14,549,088,301 سهم)، و (34,892,954,346 سهم).

وفي مجمل سنوات الدراسة نجد أن نسبة مساهمة اسهم الشركات الإسلامية المتداولة داخل سوق الأوراق المالية الكويتية يقدر بـ 68,10% من المجموع الكلي لعدد الاسهم المتداولة في السوق، وهي نسبة تتعدى نصف حجم الاسهم المتداولة الكلي. وهو عدد مؤثر على مختلف مؤشرات السوق.

أما على مستوى النسيج القطاعي المكون للسوق المالية الكويتية فنلاحظ أول القطاعات المهيمنة بصورة مطلقة على اسهم الشركات الإسلامية هو قطاع الاتصالات فجميع سنوات الدراسة تعطي نسبة 100% كأسهم إسلامية إجمالية للقطاع متداولة بالسوق المالي باستثناء عام واحد 2016 قدرت نسبته حوالي 99,93% وهو هبوط طفيف، إذ قدر عدد الاسهم في عام 2012 بـ (3,705,266,377 سهم) وهو أعلى عدد مسجل للقطاع للتداول في السوق المالية الكويتية، وبعد عام 2018 مسجل أدنى عدد لأسهم الشركات الإسلامية والمقدر بـ (1,068,299,305 سهم).

- كما يهيمن القطاع النفطي في سنوات الدراسة بنسب عالية لعدد اسهم الشركات الإسلامية من مجموع عدد اسهم شركات القطاع في السوق المالية، إذ نجد أنها تتراوح ما بين 94% و 99%، أي بعدد اسهم إسلامية قدرت ما بين (526,598,741 سهم) من مجموع كلي يقدر بـ (535,065,870) و (2,565,132,572 سهم) من إجمالي الاسهم المتداولة والمقدرة بـ (2,576,718,000).

فنظرة مفصلة عن مساهمة اسهم الشركات الإسلامية في القطاع النفطي نلاحظ أنه في عام 2012 كان عدد اسهم الشركات المتداولة يقدر عددها بـ (2,346,447,381 سهم) من إجمالي الاسهم المتداولة والمقدرة بـ (2,387,394,156) أي بنسبة 98,28%، وهي هيمنة شبه كاملة للشركات الإسلامية.

كما كانت نسبة المساهمة للشركات الإسلامية للسنوات 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، تتراوح ما بين 96,69%، و 95,60%، 97,85%، 94,94%، 94,83%، على التوالي، أي بنسب لم تنزل عموماً عن 94%، هذا يدل على قوة تواجد

اسهم الشركات الإسلامية في هذا القطاع ومدى تأثيرها عليه.

واخذت السنوات 2018، 2019، 2020، منحى تصاعدي، كاد ان يكون كاملا للاسهم الشركات الإسلامية بنسب عالية 98,41%، 99,25%، 99,55% .

- كما يعد قطاع الصناعة احدى المكونات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتية اذ تساهم الشركات الإسلامية بنسبة تتراوح بين 82,68% في سنة 2015، بعدد يقدر بـ (3,488,566,681 سهم) من مجموع الاسهم المتداولة المقدرة بـ (4,219,062,528 سهم)، وتعد هذه ادنى نسبة ساهمت بها الشركات الإسلامية، كما وصلت سنة 2020 الى نسبة 93,84%، بأعلى عدد للأسهم الإسلامية يقدر بـ (3,301,180,996 سهم) من مجموع كلي متداول داخل السوق والمقدر بـ (3,517,833,870 سهم).

القطاع العقاري: تعتبر مساهمة اسهم الشركات الإسلامية بالقطاع العقاري مهمة اذ بلغت في عام 2012 نسبة تفوق النصف مساوية الى 71,52%، بعدد يقدر بـ (16,566,131,569 سهم اسلامي) من المجموع الكلي لأسهم السوق المالي والمقدرة بـ (23,162,856,175 سهم)، مع ارتفاع في سنة 2013 لعدد الاسهم الإسلامية يبلغ حوالي 50,24% اذ وصلت نسبته الى 77,90% بعدد (33,980,430,477 سهم اسلامي) من المجموع الكلي المقدر بـ (43,619,991,687 سهم) .

كما يلاحظ على عام 2015 انخفاض للأسهم الإسلامية مقارنة لعام 2014 قدر بـ 28,19% ما يوافق (2,988,205,049 سهم اسلامي)، وكانت نسبة عدد اسهم الشركات الاسمية لم يتجاوز 59,46% بعدد (7,611,965,485 سهم) من مجموع اسهم السوق الكلية المقدرة بـ (12,799,966,554 سهم).

كما عادت اسهم الشركات الإسلامية الى الارتفاع المتزايد ابتداء من عام 2016، 2017، 2018، 2019، 2020، اذ بلغت من 71,64%، 82,96%، 85,67%، 93,52%، 95,60%، على التوالي.

- اما عن الخدمات المالية فكانت سنة 2016 مسجلة ادنى نسبة مساهمة للأسهم الشركات الاسمية اذ قدرت نسبته بـ 46,40% بعدد اسهم اسلامية مساوية الى (6,188,025,563 سهم) من المجموع الكلي والمقدر بـ (13,334,854,045 سهم) بالسوق المالية الكويتي.

اما بقية السنوات فتتأرجح نسب مساهمة الاسهم الإسلامية في مجموع اسهم التداول ببورصة الكويت بين 53,69%، بعدد (12,914,242,297 سهم) من المجموع الكلي والمقدر بـ (24,051,820,815 سهم) لسنة 2014، وبين 69,71% بعدد يقدر بـ (11,120,246,523 سهم اسلامي) من اجمالي اسهم التداول (15,952,129,987 سهم).

قطاع البنوك: كما يعد القطاع البنكي احدى الركائز الاساسية لبورصة الكويت ومع تطور البنوك الإسلامية او المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ازداد عدد اسهمها الإسلامية المتداولة، خير انه نظرا لحساسية القطاع البنكي وارتباطه بعدة عوامل داخلية تخص الاداء والتطور ومدى قدرتها على منافسة البنوك التقليدية، ومواجهة المخاطر المالية التي تهمز من وقت لآخر الاسواق المالية الدولية وتدفقاتها المالية.

اذ كانت سنة 2012 نسبة مساهمة الاسهم الإسلامية للبنوك مقدرة بـ 77,46%، بعدد (4,306,925,474 سهم) من مجموع اجمالي (5,559,802,972 سهم)، الا انه اخفض الى 20,18% عام 2013 بعدد (1,498,545,845 سهم اسلامي) من اجمالي الاسهم المتداولة في القطاع البنكي والمقدرة بـ (7,422,306,484 سهم) وهي اضعف نسبة ساهمت بها اسهم الشركات الإسلامية في مجموع الاسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية الكويتي، الا انه في عام 2014 ارتفعت نسبة مساهمة اسهم القطاع البنكي ووصلت الى حوالي 64,90%، بعدد قدر بـ (2,934,884,252 سهم اسلامي) من المجموع الكلي للأسهم المتداولة والمقدرة بـ (4,522,101,453 سهم)، غير انه عادت المساهمة لأسهم الشركات الإسلامية الى الانخفاض من جديد في سنة 2015 و قدرت النسبة بـ 34,61% بعدد اجمالي مساويا لـ (999,307,281 سهم اسلامي) من مجموع اجمالي الاسهم المتداولة

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

والمقدرة بـ (2,887,186,743 سهم)، واستمرت مساهمة اسهم الشركات الإسلامية بالصعود والانخفاض في بقية السنوات على التوالي 2016، 2017، 2018، إذ بلغت مساهمة اسهم الشركات الإسلامية 73,09%، 69,16%، 52,27%.

كما عرف حجم تداول اسهم القطاع البنكي الاجمالي ارتفاعا ملحوظا في بورصة الكويت غير ان مساهمة اسهم البنوك الإسلامية لم يتجاوز 35,61%، في سنة 2019 بعدد لم يتعدى (4,175,509,090 سهم اسلامي) من اجمالي الاسهم المتداولة والمقدرة بـ (11,723,858,482 سهم)، وكان هو الحال في ضعف مساهمة اسهم البنوك الإسلامية في عام 2020 إذ لم تتعدى النسبة 38,96%، بعدد (6,327,718,894 سهم اسلامي) من مجموع الاسهم الكلية المتداولة في بورصة الكويت والمقدرة بـ (16,238,764,156 سهم).

يرجع التذبذب في نسب مساهمة اسهم القطاع البنكي المتداولة في بورصة الكويت مقارنة بالمجموع الكلي المتداول في السوق الى عدة اسباب نذكر منها:

- المنافسة القوية للبنوك التقليدية (المحلية او المختلطة مع رؤوس اموال اجنبية)، من حيث قدرتها على تنويع الادوات المالية، بصيغ وطرق تجذب المستثمرين،

- اما البنوك الإسلامية المدرجة داخل سوق الاوراق المالية (بورصة الكويت)، كانت في بداية تشكلها وكسب ثقة المستثمرين بها، وكذلك بقيت صيغ محدودة يكثر التعامل بها (كالمرابحة، والمشاركة، والايجار) وهي لا تلي احتياجات اصحاب الفائض المالي من الرغبة في تسريع تعظيم العوائد المجزية لإستثماراتهم من جهة والتقليل قدر الامكان من المخاطر المحتملة.

ان المستثمرين المسلمين في حاجة الى وجود صيغ متطورة محكومة بضوابط شرعية وتلي رغباتهم واهدافهم.

جدول (3-10): تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية (2012-2014)

السنوات	2012			2013			2014		
	البيان	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية
النفط والغاز	2,387,394,156	2,346,447,381	98,28	4,395,134,693	4,249,695,370	96,69	2,634,915,520	2,519,198,123	95,60
مواد اساسية	384,382,181	264,974,906	68,93	295,401,043	199,098,299	67,39	183,879,953	173,077,451	94,12
صناعة	9,196,136,324	7,887,895,052	85,77	15,898,060,487	13,923,779,357	87,58	5,406,393,232	4,857,829,480	89,85
سلع استهلاكية	536,114,810	515,971,194	96,24	1,379,134,979	1,315,692,321	95,39	555,519,890	527,997,580	95,04
رعاية صحية	46,650,938	46,458,496	99,58	48,444,761	45,540,944	94,00	28,790,206	28,402,347	98,65
خدمات استهلاكية	471,898,196	142,181,748	30,12	1,200,539,159	802,035,586	66,80	624,932,019	388,493,285	62,16
اتصالات	3,705,266,377	3,705,266,377	100	1,834,594,871	1,834,594,871	100	1,244,698,941	1,244,698,941	100
بنوك	5,559,802,972	4,306,925,474	77,46	7,422,306,484	1,498,545,854	20,18	4,522,101,453	2,934,884,252	64,90
تأمين	11,606,943	1,366,004	11,76	295,852,684	264,044,158	89,24	161,836,516	145,332,049	89,80
عقار	23,162,856,175	16,566,131,569	71,52	43,619,991,687	33,980,430,477	77,90	13,574,337,846	10,600,230,754	78,09
خدمات مالية	36,552,496,358	21,436,619,817	58,64	50,127,888,125	32,374,151,050	64,58	24,051,820,815	12,914,242,297	53,69
تكنولوجيا	359,078,866	245,750,535	68,43	522,885,390	473,178,213	90,49	299,389,525	186,875,598	62,41
موازي	431,613,226	262,332,012	60,77	2,881,104,906	3,600,711,326	99,43	1,371,167,838	1,368,486,111	99,80
منافع	/	/	/	/	/	/	/	/	/
المجموع	82,805,153,522	57,728,320,565	71,69	129,921,339,269	93,825,653,926	72,21	54,659,783,754	38,889,748,268	71,14

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28).
 28. و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

جدول (3-11): تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي (2015-2017)

2017			2016			2015			السنوات
%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	القطاع البيان
94,83	1,363,203,395	1,437,395,335	94,94	1,357,122,801	1,429,388,574	97,85	1,873,853,617	1,914,917,599	النفط والغاز
92,66	228,887,752	247,001,349	79,77	104,652,766	131,184,479	89,38	86,843,750	97,154,995	مواد اساسية
85,69	2,712,107,085	3,164,802,148	84,30	2,196,190,941	2,604,990,860	82,68	3,488,566,681	4,219,062,528	صناعة
97,87	492,150,564	502,859,876	80,16	260,915,129	325,458,666	89,16	285,859,076	320,589,980	سلع استهلاكية
84,84	5,156,647	6,078,042	84,44	48,514,218	57,451,146	93,75	29,614,388	31,588,081	رعاية صحية
86,88	685,348,192	788,824,025	90,92	831,259,555	914,270,900	78,87	478,755,308	606,992,420	خدمات استهلاكية
100	2,376,842,305	2,376,842,305	100	1,743,675,457	1,743,675,457	100	2,539,422,310	2,539,422,310	اتصالات
69,16	4,600,848,419	6,652,376,574	73,09	2,761,944,258	3,778,362,596	34,61	999,307,281	2,887,186,743	بنوك
86,24	59,649,423	69,163,410	70,12	22,290,227	31,785,393	53,81	14,425,963	26,804,756	تأمين
82,96	13,681,778,424	16,490,976,861	71,64	5,726,899,952	7,992,995,899	59,46	7,611,965,485	12,799,966,554	عقار
56,71	10,431,014,390	18,391,465,894	56,48	6,348,815,175	11,240,071,713	69,71	11,120,246,523	15,952,129,987	خدمات مالية
44,01	37,974,935	86,284,530	36,61	25,207,092	68,842,677	27,12	42,841,721	157,921,667	تكنولوجيا
76,00	310,897,251	409,024,662	99,65	185,890,989	186,533,172	99,52	1,631,705,282	1,639,441,780	موازي
73,06	36,985,858,782	50,623,095,011	/	/	/	/	/	/	منافع
94,83	1,363,203,395	1,437,395,335	70,85	21,613,378,560	30,505,011,532	69,92	30,203,407,385	43,193,179,400	المجموع الكلي

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28) و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية- دراسة سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)

جدول(3-12): تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي(2018-2020)

السنوات	2018			2019			2020		
القطاع البيان	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%
النفط والغاز	535,065,870	526,598,741	98,41	958,999,457	951,875,008	99,25	2,576,719,000	2,565,132,572	99,55
مواد اساسية	232,627,740	222,155,184	95,49	264,320,668	239,384,556	90,56	315,667,937	311,936,888	98,81
صناعة	1,792,204,961	1,527,201,425	85,21	2,314,605,948	2,142,084,619	92,54	3,517,833,870	3,301,180,996	93,84
سلع استهلاكية	124,183,795	123,952,645	99,81	219,897,811	219,897,811	100	219,715,825	138,616,160	63,08
رعاية صحية	2,218,857	2,218,557	99,98	655,957	655,957	100	109,012	109,012	100
خدمات استهلاكية	701,624,063	440,364,912	62,76	496,340,244	373,321,705	75,21	721,901,550	442,310,483	61,27
اتصالات	1,068,299,305	1,068,299,305	100	1,542,243,091	1,541,243,091	99,93	3,446,921,675	3,446,921,675	100
بنوك	6,359,890,164	3,324,612,086	52,27	11,723,858,482	4,175,509,090	35,61	16,238,764,156	6,327,718,894	38,96
تأمين	26,957,340	5,315,639	19,71	45,873,821	19,351,029	42,18	75,860,392	52,812,959	69,61
عقار	4,563,910,717	3,910,353,492	85,67	8,143,726,807	7,616,253,554	93,52	8,863,570,633	8,473,895,060	95,60
خدمات مالية	5,953,653,654	3,384,394,371	56,84	13,334,854,045	6,188,025,563	46,40	15,492,601,070	9,217,011,570	59,49
تكنولوجيا	13,095,001	10,578,763	80,78	1,252,803	/	/	9,860,199	/	00
موازي	336,871,014	3,043,181	0.90	/	/	/	/	/	/
منافع	/	/	/	/	/	/	615,308,077	615,308,077	100
المجموع	21,710,602,481	14,549,088,301	67,01	39,046,629,134	23,467,601,983	50,10	52,094,833,406	34,892,954,346	66,97

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات(2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28). و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

3- مؤشرات سيولة السوق:

3-1- نسبة حجم التداول:

3-1-1- نسبة التداول الاجمالية لسوق الاوراق المالية الكويتي:

تشير نسبة حجم التداول الى قيمة المعاملات المالية في سوق الاوراق المالية بالنسبة الى حجم الناتج الوطني الاجمالي، وهي تعطي مستوى (حجم) السيولة النقدية المتداولة في الاقتصاد الوطني .

وهي تربط قيمة الناتج المحلي الاجمالي لمختلف أنشطت القطاعات المكونة للنسيج الاقتصادي للدولة، اذ يعطي مقدار مساهمة الادخارات الوطنية المتواجدة لدى اصحاب الفائض في مختلف الاستثمارات، ومن بينها سوق الاوراق المالية.

اذ يوضح الجدول ادناه نسبة معدل حجم التداول الاجمالي للسوق المالية الكويتي و، وحجم التداول لقيمة اسهم الشركات الاسلامية المتداولة داخل سوق الاوراق المالية ،ويمكن اعطاء الصيغة الحسابية على النحو التالي:

$$\text{نسبة حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الاوراق المالية المتداولة في السوق}}{\text{الناتج الوطني الاجمالي}}$$

والجدول التالي يعطي ارقام تطور نسبة التداول الاجمالية للسوق المالية الكويتية وموضحا نسبة حجم تداول اسهم الشركات الاسلامية او المتوافقة مع الشريعة الاسلامية داخل السوق الكويتي:

الجدول رقم: (3-13) تطور حجم التداول للأسهم الاجمالية والاسهم الاسلامية للفترة من (2012-2020)

(الوحدة: مليون دينار كويتي)

البيان السنوات	الناتج المحلي الاجمالي	القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة	نسبة حجم التداول الاجمالي للسوق المالية	القيمة الاجمالية لأسهم الشركات الاسلامية	نسبة حجم تداول اسهم الشركات الاسلامية
2012	48,722,20	7,215,408,759.129	%14.80	4,299,752,410.47	%8,82
2013	49,392,20	11,389,419,336.934	%23,05	7,969,118,643.71	%16,13
2014	46,285,00	6,175,730,578.765	%13,34	3,756,042,337.64	%8,11
2015	34,473,30	4,009,809,774.334	%11,63	2,730,346,903.22	%7,92
2016	33,055,80	2,880,475,066.351	%8,71	1,869,763,460.74	%5,65
2017	36,610,60	5,728,730,598.868	%15,64	4,054,153,466.18	%11,07
2018	41,731,10	4,137,964,255.552	%9,91	2,624,096,613.93	%6,28
2019	41,349,30	7,937,774,512.714	%24,45	4,047,940,878.31	%9,78
2020	32,462,00	10,751,697,095.536	%33,12	6,389,559,786.41	%19,68

اعداد الباحث بالاعتماد على: الجدولين: رقم (3-3) والجدول رقم (3-5)

من خلال الجدول اعلاه يمكن لنا تقييم نسبة حجم التداول الاجمالية للسوق المالية الكويتية لسنوات الدراسة نلاحظ الاتي:

-تذبذب نسبة حجم التداول لجميع السنوات ، وشكلت سنة 2016م ادنى نسبة لحجم للتداول الاجمالي للسوق المالية لم يتجاوز %8,71، بقيمة اجمالية للأسهم المتداولة تقدر بـ(2,880,475,066.351 مليون د. ك) من اجمالي ناتج محلي قدر بـ(33,055,80 مليون د.ك)، وتبعثها في نفس السنة ادنى نسبة تداول لقيمة اسهم الشركات الاسلامية المقدّر بـ %5,65 ، لقيمة اسهم الشركات الاسلامية البالغ (1,869,763,460.74 مليون د.ك) من الناتج المحلي الاجمالي لنفس السنة، كما سجلت سنة 2020م اعلى نسبة تداول خلال فترة الدراسة اذ بلغت النسبة %33,12، لقيمة اجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالية مساوية الى (10,751,697,095.536 مليون د.ك) من اجمالي الناتج المحلي المقدّر بـ (32,462,00 مليون د.ك)، وبالمقابل وفي نفس السنة

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

سجلت اسهم الشركات الاسلامية هي ايضا اعلى مستوى لنسبة حجم التداول البالغة 19,68%، مقابل قيمة اجمالية لأسهم الشركات الاسلامية قدر بـ (6,389,559,786.41 مليون د.ك) من نفس حجم الناتج المحلي الاجمالي لنفس العام.

- ويلاحظ على ما سبق انه رغم الانخفاض الكبير لقيمة الناتج المحلي الاجمالي لسنة 2020م جراء انتشار وباء كورونا وما خلفه من تقلص الانتاج وفي بعض القطاعات التوقف التام ، الا ان نسبة التداول قد ارتفعت في السوق جراء الحزم النقدية التدعيمية التي قامت بها جل البنوك المركزية والبنك المركزي الكويتي لتوفير السيولة وتنشيط عملية التداول.

كما شهدت سنة 2019م نسبة عالية لحجم تداول السوق الاجمالي اذ بلغ 24,45%، بقيمة اجمالية للأسهم المتداولة في بورصة الكويت المقدّر بـ (7,937,774,512.714 مليون د.ك) من اجمالي الناتج المحلي البالغ مقدار (41,349,30 مليون د.ك)، غير ان نسبة تداول اسهم الشركات الاسلامية لم يتجاوز 9,78%، لقيمة تداول اسهم الشركات الاسلامية البالغ لـ (4,047,940,878.31 مليون د.ك) من نفس الناتج الاجمالي لسنة 2019م.

- كما يلاحظ على عام 2018م على الرغم من بلوغ الناتج المحلي الاجمالي لمبلغ مقدّر بـ (41,731,10 مليون د.ك) فان نسبة حجم التداول الاجمالية في البورصة لم تتعدى 9,91%، بقيمة سوقية اجمالية للأسهم المتداولة قدرت بـ (4,137,964,255.552 مليون د.ك)، يقابلها انخفاض ايضا لنسبة حجم تداول اسهم الشركات الاسلامية المقدّر بـ 6,28%، لقيمة اجمالية لأسهم الشركات الاسلامية البالغ مقدار (2,624,096,613.93 مليون د.ك) من نفس الحجم الاجمالي للناتج المحلي السنوي لنفس السنة، وهي نسبة ضعيفة اذا ما قورنت بحجم الناتج المحلي الاجمالي وعدم قدرت الشركات المدرجة داخل السوق المالية من جذب السيولة واستثمار الاموال المدخرة لدى اصحاب الفائض المالية، ولربما استثمارها في شركات خارج البورصة.

كما شهدت سنة 2017م ناتج محلي اجمالي لم يتجاوز قيمة (36,610,60 مليون د.ك)، وعلى الرغم من هذا سجل معدل حجم التداول الاجمالي لبورصة الكويت ما نسبته 15,64%، وهو يوضح قوة الحجم المتداول للأسهم يعادل قيمة سوقية اجمالية تقدر بـ (5,728,730,598.868 مليون د.ك)، كما يقابلها ارتفاع لنسبة حجم التداول لأسهم الشركات الاسلامية تصل الى 11,07%، تعادل قيمة اجمالية لأسهم الشركات الاسلامية يساوي ما قيمته (4,054,153,466.18 مليون د.ك) من نفس الحجم الاجمالي للناتج المحلي القومي.

يعد معدل حجم الدوران لأسهم الشركات الاسلامية ذو نسبة وقيمة مقبولة مقارنة بالسنتين 2018 و 2019 على التوالي.

الا ان آثار الصدمة البترولية على اقتصادات الدول البترولية كانت واضحة ومن بينهم دولة الكويت اذ وصل حجم الناتج الاجمالي الى ما يقارب (46,285,00 مليون د.ك) مقارنة بسنتي 2012 ، 2013 ، اذ وصل فيهما المبلغ الاجمالي للناتج المحلي الى ما يعادل (48,722,20 مليون د.ك)، و (49,392,20 مليون د.ك) على التوالي ، غير انه كانت نسبة حجم التداول في سنة 2012 تساوي 14,80%، مقابل قيمة اجمالية من الاسهم المتداولة بلغت قيمة (7,215,408,759.129 مليون د.ك) بينما لم تتعدى نسبة حجم تداول اسهم الشركات الاسلامية داخل السوق الكويتية 8,82%، مقابل قيمة اجمالية لم تتعدى (4,299,752,410.47 مليون د.ك) وهي نسبة متوسطة.

اما في سنة 2013م فكان الحجم الاجمالي للناتج الوطني اخذ اعلى قيمة خلال سنوات الدراسة كاملة حيث قدرت قيمته بـ (49,392,20 مليون د.ك)، شكلت نسبة الحجم الاجمالي لتداول جميع الاسهم داخل البورصة ما يعادل 23,05%، مقابل قيمة اجمالية للأسهم المتداولة تساوي (11,389,419,336.934 مليون د.ك) وفي المقابل كانت نسبة حجم تداول اسهم الشركات الاسلامية يقدر بـ 16,13%، مقابل ما قيمته (7,969,118,643.71 مليون د.ك) وهي نسبة دوران للأسهم مقبولة تعبر عن سرعة تداول الاسهم الاسلامية والقبال عليها داخل السوق المالية الكويتية.

اما عن بقية السنوات من 2014 ، 2015 ، على التوالي وصلت معدلات حجم التداول الاجمالي لأسهم بورصة الكويت للسنوات الثلاثة ما مقداره 13,34% ، 11,63% ، وهي نسب متنازلة مقابل القيمة الاجمالية للأسهم الكلية المتداولة بسوق الاوراق المالية

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

(6,175,730,578.765 مليون د.ك.)، (4,009,809,774.334 مليون د.ك.) على التوالي ، يقابلها نسب اسهم الشركات الاسلامية المتداولة داخل بورصة الكويت للأوراق المالية 8,11%، 7,92%، على التوالي مقابل مبالغ لقيمة اجمالية لأسهم الشركات الاسلامية المعادل لـ (3,756,042,337.64 مليون د.ك.)، و(2,730,346,903.22 مليون د.ك.)، وهي نسب تدل على متوسط حجم الدوران داخل سوق الاوراق المالية الكويتية.

3-2- معدل الدوران:

وهي تقيس حجم المعاملات نسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، ويعبر مؤشر سيولة سوق الاوراق المالية على إمكانية تحويل الأوراق المالية (الاسهم) إلى نقد في أي وقت اراده المستثمر، وكلما كان عدد المستثمرين في السوق كبيراً وحجم التداول اليومي ضخماً كانت سيولة السوق كبيرة، ويمكن ان نعبر عنه بـ:

"معدل الدوران"، وهو نسبة إجمالي الأسهم المتداولة في فترة معينة إلى رسملة السوق (القيمة السوقية للأسهم المتداولة)

ويمكن كتابتها بالصيغة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{اجمالي عدد الاوراق المالية (الأسهم) المتداولة في السوق}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية (الأسهم)}}$$

والجدول الآتي يوضح بأرقامه تطور معدل الدوران الإجمالي الاسهم الكلية ، واسهم الشركات الاسلامية المتداولة في سوق الاوراق المالية الكويتية:

الجدول رقم (3-14): تطور معدل الدوران لإجمالي الاسهم الكلية واسهم الشركات الاسلامية للفترة (2012-2020)

الوحدة: (مليون د.ك./مليون سهم)

البيان السنوات	القيمة الاجمالية للأسهم الكلية المتداولة	العدد الاجمالي للأسهم الكلية المتداولة	معدل دوران الاسهم الكلية	القيمة الاجمالية لأسهم الشركات الاسلامية	العدد الاجمالي لأسهم الشركات الاسلامية	معدل دوران الاسهم الاسلامية
2012	7,215,408,759.129	82,805,153,522	11,50	4,299,752,410.47	57,728,320,565	13,42
2013	11,389,419,336.934	129,921,339,269	11,40	7,969,118,643.71	93,825,653,926	11,77
2014	6,175,730,578.765	54,659,783,754	8,85	3,756,042,337.64	38,889,748,268	10,35
2015	4,009,809,774.334	43,193,179,400	10,80	2,730,346,903.22	30,203,407,385	11,06
2016	2,880,475,066.351	30,505,011,532	10,60	1,869,763,460.74	21,613,378,560	11,55
2017	5,728,730,598.868	50,623,095,011	8,80	4,054,153,466.18	36,985,858,782	9,12
2018	4,137,964,255.552	21,710,602,281	5,20	2,624,096,613.93	14,549,088,301	5,54
2019	7,937,774,512.714	39,046,629,134	4,90	4,047,940,878.31	23,467,601,983	5,80
2020	10,751,697,095.536	52,094,833,406	4,84	6,389,559,786.41	34,892,954,346	5,50

من اعداد الطالب اعتمادا على:

من خلال الجدول اعلاه الذي يلخص تطور معدل الدوران لإجمالي الاسهم الكلية ، واسهم الشركات الاسلامية المتداولة في سوق الاوراق المالية الكويتي نلاحظ التطورات التالية:

-يعد تطور معدل دوران اسهم الشركات الاسلامية خلال السنوات من 2012، 2013، 2014، 2015، و 2016 افضل من تطور معدل دوران الاسهم الكلية في سوق الاوراق المالية الكويتية خلال نفس الفترة، ما يدل على ارتفاع حجم المعاملات (اجمالي عدد الاوراق المالية (الأسهم) المتداولة) نسبة الى حجم السوق (القيمة السوقية للأوراق المالية (الأسهم))، بتفسير آخر اقبال المستثمرين في اسهم

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

الشركات الإسلامية كان كبيراً، نظراً للثقة التي يضعونها في هذه الشركات المتوافقة مع عقائدهم الإسلامية.

- كما سجلت السنوات الأخيرة من الدراسة لـ 2018، 2019، 2020، انخفاض معدل دوران الاسهم الاجمالية او معدل دوران الاسهم الإسلامية على حد سواء، نظراً لضعف الحركة الاقتصادية المرتبطة بالإنفاق الحكومي التابع هو الآخر للإيرادات النفطية المتعلقة بنمو وتباطؤ الاقتصاد العالمي.

وسنحلل المرحلتين لتطورات معدل الدوران سواء الاسهم الاجمالية او اسهم الشركات الإسلامية على النحو التالي:

اذ سجل معدل دوران الاسهم الكلية لسوق الاوراق المالية الكويتية في سنة 2012 مقدار 11,50، ومعدل دوران الاسهم الإسلامية 13,42، وهو معدل جيد يوضح مدى قدرت اسهم الشركات الإسلامية على الدوران وسرعة التداول وتوفير السيولة اللازمة لذلك.

كما سجلت سنة 2013 معدل دوران للأسهم الكلية للسوق المالية مساوياً لـ 11,40، ومعدل دوران الاسهم الإسلامية 11,77 وهو كذلك معدل قوي يفوق بقليل معدل الدوران الكلي.

كما سجلت سنة 2014 معدل دوران منخفض عن العام الماضي قدر بـ 8,85، مع انخفاض طفيف لمعدل دوران اسهم الشركات الإسلامية المقدر بـ 10,35.

كما ارتفع معدل دوران الاسهم الكلية للسوق المالي الكويتي الى 10,80 مقارنة بالعام الماضي، مع ارتفاع معدل دوران اسهم الشركات الإسلامية الى 11,06 وهو معدل قوي.

كما بقي معدل دوران الاسهم الكلية مقارباً للسنة الماضية ومساوياً 10,60، ومعدل دوران اسهم الشركات الإسلامية 11,55، وهو معدل دوران جيد يوفر سهولة بيع الاسهم وتوفير السيولة للسوق المالي الكويتي.

اما بقية السنوات فكانت ضعيفة اذ بلغت 5,20، 4,84، 4,90، للسنوات 2018، 2019، 2020، لمعدل دوران الاسهم الكلية للسوق المالية الكويتي على التوالي، كما بلغ معدل دوران الاسهم الإسلامية لنفس السنوات مقدار 5,54، 5,80، 5,50، وهي معدلات ضعيفة تدل على ضعف سيولة السوق ودوران اسهمه.

3-3- تطور قيمة اسهم الشركات الكلية والإسلامية بسوق الاوراق المالية الكويتي:

تعتبر القيمة السوقية للأسهم المتداولة داخل احد المؤشرات الهامة التي تبين مدى قوة السوق من حيث الحجم، وتوفير السيولة، والجدول ادناه يعطي مختلف مراحل تطور هذه القيمة من صعود ونزول والظروف المحيطة بها:

الجدول رقم (3-15): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الإسلامية السنوية لسوق الاوراق المالية

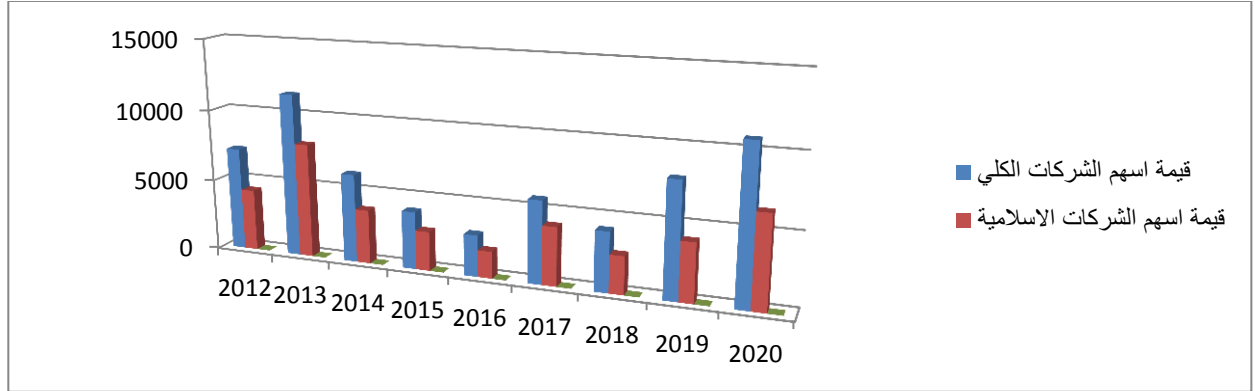
الكويتية خلال الفترة (2012-2020)

الوحدة: (مليون د.ك)

البيان	البيان	قيمة أسهم الشركات الكلية	قيمة أسهم الشركات الإسلامية	النسبة %
2012	7,215,408,759.129	4,299,752,410.47	59,59	
2013	11,389,419,336.934	7,969,118,643.71	69,96	
2014	6,175,730,578.765	3,756,042,337.64	60,80	
2015	4,009,809,774.334	2,730,346,903.22	68,09	
2016	2,880,475,066.351	1,869,763,460.74	64,91	
2017	5,728,730,598.868	4,054,153,466.18	70,76	
2018	4,137,964,255.552	2,624,096,613.93	63,41	
2019	7,937,774,512.714	4,047,940,878.31	50,99	
2020	10,751,697,095.536	6,389,559,786.41	59,42	

من اعداد الباحث بالاعتماد على: الجداول رقم (3-17)، و (3-18)، و (3-19).

الشكل رقم (3-4): تطور قيمة أسهم الشركات الإسلامية من القيمة الكلية السنوية لسوق الأوراق المالية الكويتي خلال الفترة (2012-2020)



من اعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (3-15)

من خلال معطيات الجدول الموضحة بالشكل البياني نلاحظ ان:

- ان قيمة اسهم الشركات الإسلامية في السوق المالية الكويتية تشكل اكثر من 50% خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 الى 2020.

وشكلت سنة 2013، 2015، 2017، اعلى مساهمة لقيمة اسهم الشركات الإسلامية من مجموع القيمة الكلية للشركات اذ وصلت في عام 2013 القيمة الى (7,969,118,643.71 مليون د.ك.)، اي ما يمثل نسبة 69,96% من القيمة الاجمالية الكلية للشركات المدرجة في السوق والمقدرة بـ (11,389,419,336,934 مليون د.ك.)، كما مثلت سنة 2015 ما نسبته 68,09%، ما يعادل (2,730,346,903.22 مليون د.ك.) من قيمة اجمالية للسنة وصلت الى مبلغ (4,009,809,774.33 مليون د.ك.)، كما شكلت سنة 2017 اعلى نسبة مساهمة لقيمة اسهم الشركات الإسلامية في السوق الكويتية اذ بلغت حوالي 70,76%، بقيمة اسهم متداولة قدرت بـ (4,054,153,466.18 مليون د.ك.) من القيمة السوقية الاجمالية (5,728,730,598.86 مليون د.ك.).

كما يلاحظ على ان القيمة الاجمالية لأسهم السوق الكلية او اسهم الشركات الإسلامية كانت مرتفعة في عام 2013، الا انها انخفضت في سنة 2015 وارتفعت مرة اخرى في 2017 .

ان تذبذب القيمة السوقية يوحي على ان اسهم الشركات الإسلامية تخضع الى الظروف الاقتصادية المحلية والدولية ، ولمختلف السياسات النقدية والمالية التي يرسم خططها البنك المركزي الكويتي.

3-4- تطور نسب مساهمة قيم اسهم الشركات الإسلامية من مجموع القيم الكلية للقطاعات

- اما من حيث اعطاء اهمية مساهمة قيم اسهم الشركات الإسلامية في السوق الكويتية من مجموع قيم اسهم الشركات الكلية والمدرجة في السوق المالية الكويتية، فالجدول الآتي يوضح اهم النسب على النحو الآتي:

جدول رقم (3-16): تطور نسب مساهمة قيم اسهم الشركات الاسلامية من مجموع القيم الكلية للقطاعات خلال الفترة (2020-2012)

القطاع \ سنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
النفط والغاز	%95,23	%93,47	%87,99	%92,93	%91,98	%92,75	%82,78	%91,11	%95,79
مواد اساسية	%85,40	%79,17	%94,80	%90,73	%88,13	%94,75	%98,37	00	%99,18
صناعة	%62,87	%83,60	%91,76	%87,27	%88,27	%73,63	%95,49	%97,83	%98,81
سلع استهلاكية	%66,39	%75,49	%42,67	%55,48	%51,69	%78,01	%99,39	00	%86,40
رعاية صحية	%99,84	%98,36	%99,54	%87,94	%91,00	%80,04	%99,98	00	%100
خدمات استهلاكية	%52,16	%73,28	%63,49	%71,04	%87,42	%80,83	%93,49	%87,74	%87,19
اتصالات	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100
بنوك	%49,97	%41,86	%47,96	%44,10	%49,65	%55,55	%46,88	%39,85	%43,95
تأمين	%2,67	%73,18	%69,58	%17,99	%19,71	%56,72	%2,58	%6,16	%16,35
عقار	%70,38	%76,19	%63,45	%71,04	%79,62	%84,10	%54,59	%95,59	%97,81
خدمات مالية	%44,71	%66,58	%44,88	%58,03	%47,26	%60,80	%51,72	%29,48	%42,93
تكنولوجيا	%55,77	%86,62	%49,57	%23,75	%44,61	%56,98	%75,11	00	00
موازي	%88,50	%99,36	%99,53	%98,28	%99,25	%77,27	%97,93	00	/
منافع	/	/	/	/	/	/	/	/	%100

التحليل القطاعي: اما من جانب مساهمة الشركات الاسلامية بقيم اسهمها السوقية في مختلف القطاعات المكونة للنسيج الانتاجي والخدمات داخل السوق المالية الكويتية، نجد لها قيم كبيرة ومعتبرة وفي تزايد مستمر وخاصة في القطاعات الحيوية ذات النشاطات المهمة داخل الاقتصاد الكويتي، كقطاعات النفط والغاز، والصناعة، والعقار، وبعض القطاعات الصغيرة القيمة السوقية كقطاع المواد الاساسية، والسلع الاستهلاكية، والرعاية الصحية، والاتصالات، والتأمين والتكنولوجيا.

فيتصدر قطاعي النفط والصناعة الاعلى في القيمة السوقية لأسهم الشركات الاسلامية المتداولة داخل السوق المالي الكويتي، اذ شكلت سنتي 2012، و2020 على التوالي نسب عالية قدرت في الاولى بـ %95,23، مقابل قيمة سوقية لأسهم الشركات الاسلامية (149,292,781.307 مليون د.ك)، من القيمة السوقية الاجمالية للسوق المالية الكويتية والمقدرة بـ (156,768,305.307 مليون د.ك)، والسنة الثانية وصلت النسبة الى %95,79، بقيمة قدرت بـ (49,985,788.547 مليون د.ك)، من القيمة السوقية لأسهم الشركات الكلية المتداولة في السوق المالية التي وصلت الى مبلغ (52,177,897.098 مليون د.ك). الا انها قطاع الخدمات المالية رغم اهميته الكبيرة والمتزايدة الا انه لم يتجاوز كأعلى نسبة في سنة 2013، %66,58، بقيمة (2,293,318,222.45 مليون د.ك) من القيمة الاجمالية للسوق والمقدرة بـ (3,444,422,591.44 مليون د.ك)، كما كانت سنة 2017 قد بلغت النسبة فيها %60,80، مقابل قيمة لأسهم الشركات الاسلامية المقدرة بـ (814,897,882.219 مليون د.ك) من قيمة اجمالية للأسهم الكلية المتداولة في السوق المالية تقدر بـ (1,340,259,830.359 مليون د.ك)، اما بقيت سنوات فترة الدراسة (2012، 2014، 2015، 2016، 2018، 2019)، فكانت تتراوح بين ادني نسبة ساهمت بها اسهم الشركات الاسلامية في سوق المالية الكويتية في عام 2019 قدرت بـ %29,48، بقيمة متداولة وصلت الى (308,172,544.705 مليون د.ك) من القيمة الاجمالية المتداولة في السوق مساوية (1,0454,262,465.757 مليون د.ك)، وبأعلى نسبة كانت في عام 2015، قدرت بـ %58,03، بقيمة مقدرة بـ (499,679,398.051 مليون د.ك)، من اجمالي قيم الاسهم الكلية والمساوية لـ (860,992,804.051 مليون د.ك).

جدول (3-17): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2012 الى 2014)

السنوات	2012			2013			2014		
القطاع	البيان	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية
النفط والغاز		156,768,305.824	149,292,781.307	95,23	365,821,277.415	341,964,081.431	93,47	180,102,562.278	158,483,933.723
مواد اساسية		112,701,527.946	96,249,772.744	85,40	87,324,942.265	69,136,566.766	79,17	72,516,585.65	68,746,275.975
صناعة		760,376,982.602	478,115,703.629	62,87	1,366,617,399.842	1,142,509,895.45	83,60	722,316,111.425	662,851,993.037
سلع استهلاكية		73,979,638.055	49,118,471.007	66,39	181,452,587.282	136,979,871.402	75,49	112,810,602.710	48,136,755.106
رعاية صحية		23,062,637.802	23,026,007.21	99,84	28,798,602.854	28,328,726.81	98,36	14,969,398.02	14,900,573.00
خدمات استهلاكية		92,394,874.538	48,202,294.706	52,16	197,302,433.766	144,587,761.662	73,28	97,540,675.373	61,936,727.212
اتصالات		692,672,344.459	692,672,344.459	100	375,216,317.819	375,316,317.819	100	412,806,685.405	412,806,685.405
بنوك		1,456,521,320.436	655,121,095.215	49,97	1,998,135,535.638	836,491,086.465	41,86	1,828,811,723.375	877,260,754.730
تأمين		3,110,972.162	83,327.587	2,67	25,986,754.412	19,018,645.26	73,18	14,426,799.395	10,038,623.065
عقار		1,410,087,848.923	992,483,277.309	70,38	3,057,868,417.335	2,329,834,394.15	76,19	1,008,264,036.378	639,840,341.869
خدمات مالية		2,350,269,004.392	1,050,935,090.560	44,71	3,444,422,591.441	2,293,318,222.454	66,58	1,631,187,901.714	732,111,940.453
تكنولوجيا		28,777,527.214	16,051,829.169	55,77	56,386,195.487	48,843,921.655	86,62	21,374,769.258	10,596,224.838
موازي		54,685,775.129	48,400,415.602	88,50	204,086,281.378	202,789,152.713	99,36	58,602,727.783	58,331,509.263
منافع		/	/	/	/	/	/	/	/
المجموع		7,215,408,759.129	4,299,752,410.47	59,59	11,389,419,336.934	7,969,118,643.71	69,96	6,175,730,578.765	3,756,042,337.64

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28) و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية - دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت)

جدول (3-18): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2015 الى 2017)

2017			2016			2015			السنوات
%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	%	الاسلامية	الكلية	القطاع / البيان
92,75	73,388,229.571	79,122,243.497	91,98	44,915,727.851	48,827,669.21	92,93	72,593,384.112	78,113,545.714	النفط والغاز
94,75	97,729,386.751	103,133,966.008	88,13	35,283,304.649	40,032,520.291	90,73	29,422,767.426	32,425,767.138	مواد اساسية
73,63	478,427,103.012	649,754,801.931	88,27	261,264,921.977	295,952,235.469	87,27	375,555,504.354	430,335,437.472	صناعة
78,01	86,584,635.75	110,978,350.290	51,69	84,545,101.387	163,553,711.166	55,48	79,039,864.608	142,440,539.764	سلع استهلاكية
80,04	1,349,623.42	1,686,075.938	91,00	24,067,376.4	26,447,007.139	87,94	3,774,148.736	4,291,661.337	رعاية صحية
80,83	63,039,536.738	77,989,837.524	87,42	64,951,011.26	74,290,442.987	71,04	81,104,513.868	114,157,591.152	خدمات استهلاكية
100	666,120,318.284	666,120,318.284	100	295,932,645.652	295,932,645.652	100	636,517,180.56	636,517,180.56	اتصالات
55,55	957,607,661.173	1,723,568,845.155	49,65	489,081,987.706	985,009,547.114	44,10	439,817,779.548	997,278,215.26	بنوك
56,72	3,321,372.402	5,854,775.745	19,71	679,450.507	3,445,658.473	17,99	685,140.242	3,808,270.658	تأمين
84,10	788,929,074.926	938,033,638.14	79,62	289,261,875.679	363,282,468.348	71,04	462,872,379.362	651,476,425.962	عقار
60,80	814,897,882.219	1,340,259,830.359	47,26	269,446,514.782	570,043,445.595	58,03	499,679,398.051	860,992,804.629	خدمات مالية
56,98	6,027,681.851	10,577,524.529	44,61	2,631,389.34	5,897,898.085	23,75	2,452,194.22	10,323,349.868	تكنولوجيا
77,27	16,730,960.11	21,650,391.459	99,25	7,702,153.571	7,759,816.522	98,28	46,832,648.153	47,648,984.82	موازي
/	/	/	/	/	/	/	/	/	منافع
70,76	4,054,153,466.18	5,728,730,598.868	64,91	1,869,763,460.74	2,880,475,066.351	68,09	2,730,346,903.22	4,009,809,774.334	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28) و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية- دراسة سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)

جدول(3-19): تطور قيمة أسهم الشركات التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية حسب القطاعات الرئيسية لسوق الاوراق المالية الكويتي للفترة (من 2018 الى 2020)

السنوات	2018			2019			2020		
القطاع \ البيان	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%	الكلية	الاسلامية	%
النفط والغاز	19,360,788.511	16,028,199.326	82,78	28,246,926.552	25,738,475.781	91,11	52,177,897.098	49,985,788.547	
مواد اساسية	141,982,617.085	139,681,519.87	98,37	138,669,500.695	00	00	116,673,605.989	115,725,320.947	
صناعة	600,123,514.383	573,084,413.482	95,49	725,078,223.867	709,386,679.878	97,83	1,126,361,556.526	1,113,038,915.57	
سلع استهلاكية	40,543,569.504	40,297,969.92	99,39	25,403,282.86	00	00	53,538,377.996	46,262,241.288	
رعاية صحية	1,581,075.205	1,580,775.205	99,98	723,368.327	00	00	58.706.248	58.706.248	
خدمات استهلاكية	80,757,519.145	75,500,525.372	93,49	59,755,097.403	52,429,939.201	87,74	89,322,438.762	77,883,568.571	
اتصالات	398,521,913.13	398,521,913.313	100	575,757,901.662	575,757,901.662	100	876,116,595.616	876,116,595.615	
بنوك	2,187,991,973.449	1,025,910,542.34	46,88	4,874,584,939.343	1,942,953,151.81	39,85	6,598,062,625.739	2,900,312,373.67	
تأمين	6,744,595.447	174,203.116	2,58	11,469,075.918	707,411.154	6,16	8,018,016.446	1,311,114.845	
عقار	240,344,049.002	131,213,497.63	54,59	452,723,366.92	432,794,774.135	95,59	558,876,661.027	546,638,706.052	
خدمات مالية	408,941,395.019	211,539,373.964	51,72	1,045,262,465.757	308,172,544.705	29,48	1,068,280,102.719	458,703,003.072	
تكنولوجيا	1,301,667.348	977,751.863	75,11	100,363.41	00	00	686,959.348	/	
موازي	9,769,578.324	9,567,928.561	97,93	00	00	00	/	/	
منافع	/	/	/	/	/	/	203,523,552.022	203,523,552.022	
المجموع	4,137,964,255.552	2,624,096,613.93	63,41	7,937,774,512.714	4,047,940,878.31	50,99	10,751,697,095.536	6,389,559,786.41	59,42

المصدر: التقرير السنوي لقطاعات سوق الكويت للأوراق المالية للسنوات (2010، ص-ص: 26، 31) و(2011، ص-ص: 27، 31) و(2012، ص-ص: 28، 32) و(2013، ص-ص: 24، 28).
و(2014، ص-ص: 25، 28)، والتقرير القطاعي للتداول لسوق الكويت للأوراق المالية 2015، والتقارير الإحصائية السنوية للقطاعات لتداول بورصة الكويت للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020).

خلاصة الفصل الثالث:

بحث هذا الفصل في المبحث الأول الى اولى الأدوات المالية انتشارا واستعمالاً من طرف المتعاملين الماليين في الاسواق المالية وهي الأسهم، وتطرقنا في المطلب الأول الى المفهوم التقليدي والاسلامي للأسهم وخصائصها ومميزاتها وأنواع قيمها الاسمية والحقيقية والإصدار. وفي المطلب الثاني تم البحث والدراسة في أنواع الاسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم كالأسهم النقدية والعينية والمختلطة، او من حيث شكلها كالأسهم الاسمية ولحاملها وأسهم الأمر، وكذلك من حيث نوع الحقوق الممنوحة الى مالكيها كالأسهم العادية والممتازة، والكثير من الأنواع التي تم التفصيل فيها.

وفي المبحث الثاني وفي المطلب الأول تمت دراسة الضوابط القانونية والشرعية لعمليات الإصدار وكيفيات الطرح والإكتتاب في الأسهم ، وفي المطلب الثاني تم البحث في الضوابط القانونية لتداول الأسهم من الأسس التي يبنى عليها التداول، وطرقه ومختلف اجراءاته الفنية، اما في المطلب الثالث فتناول البحث في مختلف الضوابط الشرعية لعمليتي الإصدار والتداول حتى تتكيف مع المعاملات المالية الاسلامية.

أما المبحث الثالث فتم البحث والدراسة في أثر أسهم الشركات الاسلامية او المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في أداء السوق المالية الاسلامية، وكان السوق المالي الكويتي هو عينة الدراسة كونه يعتبر من أكثر الأسواق ادراجاً للشركات ذات الاسهم الاسلامية، وعليه تم التطرق في المطلب الأول الى نظرة عامة عن الاقتصاد الكويتي وأهم القطاعات المكونة له وعلاقتها بالسوق المالية الكويتية.

وفي المطلب الثاني تم البحث في نشأة وتطور السوق المالية الكويتية وظهور بورصة الكويت وأهم مراحل تطورها واكتسابها لكثير من المعايير العالمية المستخدمة في البورصات الدولية، والتحول الاستراتيجي وتقسيمات بورصة الكويت للأوراق المالية.

أما في المطلب الثالث فتم البحث في أثر تداول هذه الاسهم في أداء سوق الكويت للأوراق المالية ، ولتوضيح ذلك تمت دراسة وتحليل نشاط التداول للسوق من حيث مؤشر الحجم والمتمثل في عدد الشركات الاسلامية وعدد صفقاتها المنفذة وعدد أسهمها المتداولة في السوق المالية الكويتية، وكذلك من خلال مؤشرات السيولة كنسبة حجم التداول ونسبة التداول ونسبة معدل الدوران وتطورات قيمة أسهم الشركات الكلية والاسلامية بسوق الاوراق المالية الكويتي.

والنتيجة أن للشركات المساهمة الاسلامية أو المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، تؤثر بشكل كبير ومتزايد على مختلف مؤشرات الحجم والسيولة للسوق المالية الكويتية (بورصة الكويت) بشكل كبير سواء في صعودها أو هبوطها متأثرة بمختلف العوامل المنتظمة (المتعلقة بالإقتصاد الكلي) أو الغير منتظمة (والمتعلقة بالشركات من تنظيم، وابتكار للمنتجات، والقدرة على التحكم في التكاليف والاسعار، والمنافسة في السوق).

الفصل الرابع: أثر الصكوك الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية

دراسة حالة السوق المالية الإسلامية الماليزية

تمهيد:

تعد الصكوك الإسلامية كبديل عن السندات الربوية التقليدية، من أبرز ابتكارات منتجات الصناعة المالية الإسلامية ومن أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تكون بديل إسلامي مميز داخل الأسواق المالية الإسلامية، واعتبرت الصكوك الإسلامية من أفضل قنوات جذب المدخرات الحقيقية لذوي الفائض وتجميعها وإيصالها لذوي العجز لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية التنموية الحقيقية ذات الأهداف الحيوية، ويجدوى اقتصادية عالية وعوائد مجزية وبمخاطر استثمارية متدنية، وتحقيق مقاصد اجتماعية عامة بضوابط شرعية.

لقد أخذت الصكوك الإسلامية مكانة كبيرة لدى المستثمرين وخاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة للرهن العقاري الأمريكي لسنة 2008 وما ترتب عليها من انهيارات مالية كبيرة على مستوى كبريات الأسواق المالية العالمية الأمريكية والأوروبية والآسيوية، وكيف تمكنت الصكوك الإسلامية بميكانيزماتها الفنية ذات الضوابط الشرعية الإسلامية من تجنب إلى حد كبير الانهيارات المالية الكبرى لاستثماراتها الحقيقية.

ومن خلال هذا الفصل سنتعرف في المبحث الأول عن مفهوم وخصائص الصكوك المالية الإسلامية، وفي المبحث الثاني نتطرق إلى الضوابط القانونية والشرعية لعملية إصدارها وتداولها، وفي المبحث الثالث سنقوم بالدراسة والتحليل لأثر الصكوك الإسلامية على أداء الأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: عن مفهوم وخصائص وأنواع الصكوك المالية الإسلامية،

المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: مفهوم وخصائص وأنواع الصكوك الإسلامية

تمهيد:

تتميز الصكوك الإسلامية التي جاءت كبديل لسندات القرض التقليدية والتي تقوم على أساس الفائدة الربوية في النظام المالي التقليدي، بمفهوم خاص يستمد جوهره العملي والفني لإستثماراتها الحقيقية البعيدة عن المضاربة والمنضبطة بأحكام وأسس الشريعة الإسلامية ، مما كسبه خصائص ومميزات تنظم طريقة إصداره وشروطها المحكومة بالضوابط الشرعية. كما للصكوك الإسلامية أنواع عديدة في مختلف المجالات الاستثمارية من مشاريع قاعدية كبرى إلى إنتاجية تحتاج إلى تمويل متوسط وطويل المدى, سنطرق إلى كل هذه العناصر على النحو التالي:

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

المطلب الثاني: الأنواع الاستثمارية للصكوك الإسلامية

المطلب الثالث: الأهمية والأهداف المالية للصكوك الإسلامية

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

1- مفهوم الصكوك:

1-1- التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، وفي لغة العرب الصك: الضرب، ويقال صك فلان فلانا أي ضربه¹.

كما يقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وبهذا المعنى فاللفظ فارسي معرب².

كما يراد بالصك: " وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه"³.

وعليه يمكن القول أن الصك هو ورقة تُكتب لصالح مالكها حقا واعترافا في مال، كما يصطلح عليها في الفكر التقليدي المالي لفظ الصك كأحد الأوراق المالية التي تسب حقا ماليا.

1-2- التعريف الاصطلاحي للصكوك: - جاء في تحديد المفهوم الاصطلاحي للصكوك الإسلامية من قبل مجمع الفقه الإسلامي

التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في قرار الخاص بالصكوك الإسلامية هي: ((إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات، (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع النقود والديون) قائمة فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه))⁴.

- كما حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مفهومها للصكوك الإسلامية على النحو التالي:

((وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله))⁵.

ومن التعريفين السابقين يمكن إيجاز وتحديد مفهوم الصكوك الإسلامية كالتالي:

((الصكوك الاستثمارية الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية ذات قيمة متساوية، تُمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات حقيقية موجودة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب العام، وتصدر بأسماء المكتتبين بها بعد تحصيل القيمة المالية المحررة عليها، ويتحصل حملة الصكوك الإسلامية في نتائج هذا الاستثمار حسب شروط العقد المبرم ككل إصدار، وتعتبر من الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية مالم تمثل نقدا أو دينا، وتعتمد عند إصدارها على ضوابط ومبادئ العقود الشرعية)).

ومن خلال التعريفات السابقة يمكننا توضيح ثلاثة ركائز أساسية للصك الصادر وهي⁶:

1- عملية تحصيل قيمة الصك: يقصد بالتصكيك أن يكون أداة لعملية تحصيل المال اللازم للقيام بنشاط معين، ولا يمكن القيام به إلا بعد عملية تحصيل القيمة المالية من الاكتتاب، وبدونها تعد عبارة عن ورقة خالية من المضمون؛

2- عملية قفل باب الاكتتاب: إذا لم تتم عملية قفل باب الاكتتاب، فلا يمكن الحصول من الصك على المراد منه، لأن قيمة المشروع الاستثماري أو نشاطه موزعة بالتساوي على العدد الإجمالي للصكوك المكتتبه للحصول على المبلغ المالي الإجمالي من بيع جميع الصكوك، للحصول على المطلوب من العملية الفنية حتى لا تتأثر قيمة الصكوك أو الغاء الاكتتاب في حالة عدم القدرة على بيع جميع الصكوك المصدرة التي لا تتمتع بحق التداول عند إجراء عملية الاكتتاب؛

3- توجيه إصدارات الصكوك إلى الهدف الذي أصدرت من أجله: لكي يمكن أن نحول حصيلة الصكوك إلى استثمارات ذات

¹ - محمد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 456

² - الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، مرجع سابق، ص: 871

³ - محمد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 457

⁴ - القرار رقم (178) (19/4)، مجمع الفقه الإسلامي، التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، 2009، (الشارقة من 26 إلى 30 أبريل)، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي العلمي من (1998 إلى 2009م)، الدورة 19، ص: 112

توضيح: القرار رقم (178) (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها.

⁵ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار، البحرين، 2014، ص: 288

⁶ - حمزة حسين العفر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية" ندوة الصكوك الإسلامية"، جدة يومي 24-25 ماي 2010، ص-ص: 296-270

نشاط حقيقي يُؤهلها في الدخول إلى عملية التداول، وتطبق عليها شروط عقد الصرف، لأنها مازالت نقوداً سائلة قابلة لذلك، وإذا ما تحولت إلى استثمار حقيقي أصبحت هذه الصكوك ممثلة لحصص شائعة في ملكية ما أعدت إليه، وتتم عملية التداول آنذاك؛ كما يمكن أن نوجز أهداف الصكوك في¹:

1- الحصول على السيولة اللازمة: للتمكن من توسيع قاعدة المشروع الاستثماري وتطويره، وهذا من خلال عملية "التصكيك"، وهي عملية يتم على أثرها تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك المصدرة، وإمكانية عرضها للاكتتاب لجذب المدخرات لتمويل المشروعات طويلة الأجل؛

2- إمكانية جمع رأس المال الكافي: لتمويل إنشاء أو توسيع مشروع استثماري معين، وهذا من خلال طرح الصكوك للاكتتاب وفق مختلف أنواع صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال، يشكل لنا حصيلة الاكتتاب رأس مال الخاص بالمشروع؛

2- خصائص ومميزات الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية بالعدد من الخصائص والمميزات يمكن إجمالها فيما يلي:

1- الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تشمل حصة صك ملكية شائعة في موجودات المشروع الاستثماري الذي يحصل على تمويله من حصيلة قيمة الإصدارات المكتتبة، ويعتبر حامل الصك مالكا لحصصا شائعة في موجودات تترب عنها عوائد مختلفة (سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط فيما بينهما أو من الحقوق المعنوية، وتتميز عن السندات التقليدية الربوية كونها لا يمكن أن تمثل ديناً في ذمة مصدرها؛

2- يتم إصدار الصكوك بفئات ذات قيمة متساوية: وهي تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع الاستثماري، من أجل عملية تسهيل الشراء والتداول بين جمهور المكتتبين داخل السوق المالية²؛

3- تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ الربح والخسارة: تحدد نشرة الإصدار العائد الذي يمكن أن يحصل عليه مالك الصك من الربح، ولا يقبل تحدد العائد بصورة كمية مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، كما يجب على الحامل الصك أن يتحمل نصيبه من الخسارة المحتملة بقدر ما يملكه من صكوك³، ويجب أن يتقرب مبدأ الغنم بالغرم لتحمل الخسارة أو تحصيل استحقاقات الأرباح الممكن تحقيقها؛

4- تداول الصكوك الإسلامية: تقبل الصكوك الإسلامية التداول بالوسائل الجائزة شرعاً وقانوناً، حسب طبيعة التداول يا إما بيعاً أو رهناً أو هبة⁴. ويجب أن تكون عملية تداول الصكوك مبنية على الضوابط الشرعية لعملية تداول الأصول والمنافع ومختلف الخدمات الممثلة لها⁵. كما توجد أنواع من الصكوك قابلة للتداول، كصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وصكوك الإيجار، وأنواع غير قابلة للتداول، كصكوك البيوع والسلم⁶.

5- لا تُجزأ الصكوك الإسلامية: يجب أن لا يجرأ الصك الواحد في مواجهة الشركة، وفي الحالات الاستثنائية عندما يؤول الصك إلى أشخاص ذوي تركة بسبب الارت أو غيرها يجب أن يتفق الورثاء فيما بينهم على تحديد شخص منهم يقوم مقامهم أمام الشركة⁷؛

6- الالتزام بشروط الضوابط الشرعية: تضبط الصكوك الإسلامية بشروط الضوابط الشرعية أثناء عمليتي الإصدار أو التداول أو الأنشطة الاستثمارية التي تقوم بها، أو طبيعة العلاقة بين أطرافها، فيجب أن لا تعمل بالفوائد الربوية المحرمة في مقابل الحصول على

¹ - أشرف محمد دواية، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، "دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2009م، ص: 27.

² - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2003، ص: 06.

³ - أحمد محي الدين أحمد، "الادوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد 163، المجلد 14، 1994، ص: 55.

⁴ - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 14.

⁵ - صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

⁶ - الياس حناش، جيار بوكشير، "الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية عرض التجربة الماليزية"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 1، أبريل

2018، ص: 285.

⁷ - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية اقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2002، ص: 338.

التمويل أو مختلف التعاملات المخالفة للشرعية الإسلامية¹؛

٥٧- شروط التعاقد للصك: تحدد وثيقة إصدار الصك شروط التعاقد الواجب الالتزام بها وهي تشمل على مختلف البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد.²

٥٨- علاقة حامل الصك مع غيره من حملة الصكوك: تنشأ بالتعامل بالصكوك علاقة حامل الصك مع غيره من حملة الصكوك، وهي علاقة بين شركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المسؤولة والمصدرة له (للصك)، وهي علاقة بين رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.³

كما يحدد مجمع الفقه الإسلامي الدولي مجموعة من الخصائص تتمثل في⁴:

٥١- " يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية".

٥٢- " يصدر الصك على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه".

٥٣- " انتقاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير)".

٥٤- " أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة يقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع".

٥٥- " تحمل مخاطر الاستثمار كاملة".

٥٦- " تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات المثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين".

3-أهداف الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

للصكوك الاستثمارية مجموعة من الأهداف نذكرها كالتالي⁵:

أ-تحسين القدرة الإنمائية وتعزيز الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تقوم بعملية إصدار الصكوك حتى يكون للمحفظة المالية تصنيف عالي كونها ذات استقلالية ذاتية عن المؤسسة، ومنها تقوي المؤسسة تصنيفها الائتماني؛

ب- إمكانية الحصول على السيولة لإمكانية توسيع قاعدة المشاريع النشطة وتطويرها، حيث تتم العملية عن طريق تحويل الأصول المالية للشركات والحكومات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية عن طريق الإصدار، وبعدها تعرض في السوق المالي لتتمكن من جذب المدخرات لتتمكن من تمويل المشاريع الاستثمارية طويل الأجل؛

ج- المساهمة في جمع رؤوس الأموال لإنشاء مشروع استثماري عن طريق تعبئة الموارد المالية من المستثمرين، وهذا من خلال عملية إصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب وفق مختلف الصيغ التمويلية الإسلامية؛

4-أهمية الصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية تعد البديل الأمثل عن السندات التقليدية الربوية، في عملية التمويل الاقتصادي المتفق مع ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، وعليه وجد هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية ذات التمويل المتوسط وطويل المدى، الكثير من الاهتمام والاقبال للعديد من الأطراف والجهات ذات الصلة بالعملية التمويلية لمختلف المشاريع الاستثمارية القائمة أو في إطار التأسيس سواء بالنسبة للأفراد الطبيعيين أو الشركات المعنوية أو الحكومات، ويمكن إيجازها فيما يلي:

¹ - عبد الملك منصور، " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر " المصارف الإسلامية بين

الواقع والمأمول"، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11

² - يوسف حسن يوسف، " الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم العالي، الإسكندرية، مصر، 2014، ص: 243

³ - نفس المرجع، ص: 244

⁴ - القرار رقم 178 (19/4)، "بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، من قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،

الدورة التاسعة عشر، بالشارقة، الإمارات العربية المتحدة، يومي 26 إلى 30 أبريل، 2009، ص- ص: 412- 413

⁵ - الياس حناش وآخرون، " الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية عرض التجربة الماليزية"، مرجع سابق، ص: 285

4-1- أهمية الصكوك الاستثمارية الإسلامية للأفراد:

- أ- تعدد الصكوك الإسلامية مطلب شريحة كبيرة من المستثمرين الذين هم في أمس الحاجة لهذا النوع من الصكوك (الاستثمار الإسلامي) لأسباب عقائدية ترتبط بأحكام الشريعة الإسلامية؛
- ب- تشجيع الصكوك الإسلامية الأفراد على جمع مدخراتهم الصغيرة واستثمارها في الوجه التي تطبق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ج- تشكل الصكوك الإسلامية قناة جيدة للمستثمرين الذين لهم الرغبة في عملية استثمار الفوائض المالية لديهم، وتقدم لهم سهولة لاسترداد أموالهم عندما يقررون ذلك عن طريق السوق المالية¹.
- د- كما تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الاستثمارية منخفضة المخاطر والقابلة للتداول والتسييل.
- هـ- تعتبر وسيلة فعالة لإمكانية التوزيع العادل للثروة، عن طريق تمكين كل المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن استثمار أموالهم، فتعم الثروة على نطاق كبير دون أن تخص شريحة بعينها².

4-2- أهمية الصكوك الاستثمارية الإسلامية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية:

- تعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على القيام بالعملية الفنية لإصدار الصكوك الإسلامية لتحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:
- أ- تعمل على كفاءة الدورة المالية والإنتاجية، وكذلك معدل دورانها بواسطة عملية تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول مادية سائلة للعمل على توظيفها في دورة مالية وإنتاجية أخرى.
- ب- العمل على توسيع حجم نشاط الأعمال للمؤسسات دون الحاجة إلى عملية زيادة حقوق الملكية.
- ج- تعمل على رفع القدرة على توسيع تدفق التمويل بشروط تفاضلية جيدة للأسعار والمدة الزمنية للسداد أطول³.
- د- تعطي لإدارة المشروع القدرة على تسيير السيولة بواسطة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، حيث تقوم بعملية شراء الصكوك إذا كان لديها الفائض في السيولة، وكذلك القيام بعملية بيع الصكوك في السوق الثانوية إذا ما احتاجنا إلى السيولة⁴؛
- هـ- تعدد الصكوك الإسلامية من الوسائل والأدوات التي تعمل على توفير الاحتياجات المشروعة لتمويل الشركات المساهمة، بطريقة تعمل على جذب مختلف شرائح المجتمع للمشاركة في المشاريع الحلال المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية تجنباً من الوقوع في المحظورات الشرعية⁵؛

- ج- أوجدت الصكوك الإسلامية وسيلة لنشاط المصارف الإسلامية إذ تعمل من خلالها على تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل الدور الاستثماري والتمويلي، والحد من المخاطر فيها، والعمل على التسيير الأمثل لمشكلة السيولة.

4-3- أهمية الصكوك الاستثمارية الإسلامية بالنسبة للأسواق المالية: للصكوك الإسلامية دور هام في تدعيم وتنشيط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال⁶:

- أ- تنويع وتوسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي، بحيث تتعدد إلى صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية مما يؤدي إلى تحريك سوق الأوراق المالية؛

¹ - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وأحكامها"، الدورة التاسعة عشر لجمع الفقه الإسلامي الدولي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02

² - كشاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 221

³ - علاء الدين زعزعي، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة إقامتها شركة "BDO" "الصكوك الإسلامية تحديات تنمية، ممارسات دولية"، الفترة (18-19/7/2010) عمان، الأردن، 2010، ص: 17

⁴ - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشر للجمعية الفقهية الإسلامي الدولي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 5

⁵ - وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المؤسسات المالية الإسلامية"، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926

⁶ - كشاف الشافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 221-222

ب- توسيع قاعدة الشركات والمؤسسات المشتركة في السوق المالية التي تتعامل بالصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وتشمل المصارف الإسلامية، وشركات الاستثمار والحكومات والقاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في دولة ماليزيا، وهذا بالنسبة للصكوك القابلة لعملية التداول؛

ج- العمل على زيادة كفاءة وعمق واتساع السوق المالية بزيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية؛

د- تعمل على تهيئة المناخ الاستثماري لقيام سوق مالية إسلامية؛ إضافة إلى القدرة على جذب مدخرات الباحثين على فرض استثمارية تخضع لضوابط الشريعة الإسلامية.

4-4- أهمية الصكوك الاستثمارية للاقتصاد الكلي: تتمثل أهمية الصكوك الإسلامية للاقتصاد الكلي فيما يلي¹:

أ- تعد الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة مع الضوابط الشرعية، التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، وخاصة ما تعلق بتمويل المشاريع الضخمة التي تعجز عن تمويلها جهة واحدة؛

ب- تقيد الصكوك الإسلامية في عملية انعاش الاقتصاد ككل وذلك من خلال جذب رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمويلها بالربا؛

ج- توفير تمويل دائم ومستقر وحقيقي للدولة ومن موارد مالية متواجدة بالدورة الاقتصادية مما يعمل على التقليل من الآثار التضخمية للاقتصاد؛

د- تحقيق هدف المشاركة بين الحكومة والمواطنين في الأعمار التنموي للدولة عن طريق استخدام الصكوك الإسلامية في إمكانية تمويل الاحتياجات البنوية الائتمانية للمؤسسات ومختلف المرافق الحكومية.

هـ- تعتبر الصكوك المالية الاستثمارية الإسلامية من الأدوات المالية القادرة على معالجة العجز في الموازنة العامة للدولة، كما يمكن أن تعتبر بديلاً ناجحاً ملتزم بالضوابط الشرعية في تمويل عجز الموازنة العامة في العديد من الدول العربية والإسلامية التي تلجأ في كثير من الأحيان إلى عملية الاقتراض الربوي ويترتب عنه آثار سلبية لتراكم الديون.

¹ - نفس المرجع، ص: 222.

المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة

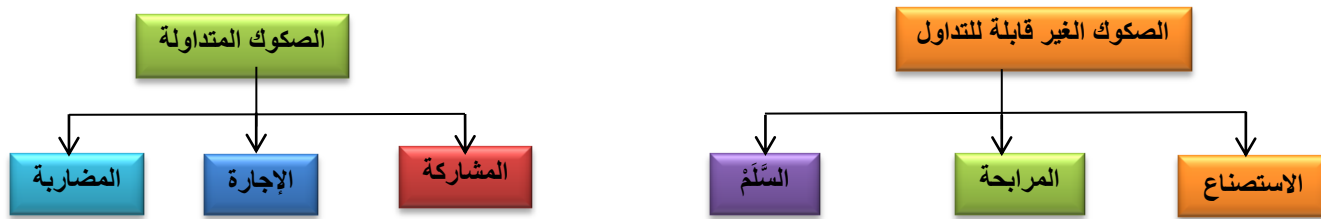
تمهيد:

يوجد أنواع عديدة للصكوك الإسلامية باعتبار الآجل الزمنية لعملية التوظيف، ومجالات التوظيف المختلفة، أو حسب الجهة التي تقوم بعملية الإصدار ويمكن أن نذكرها كالتالي¹:

وبشكل عام ذكرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية حسب المعايير رقم (17) المعتمد من طرفها تحت بند -صكوك الاستثمار على وجود 14 نوعا من الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى حد صدور هذا المعيار، إلا أنه من الناحية العملية سواء في المصارف الإسلامية أو سوق الأوراق المالية نجد الصكوك الأكثر تطبيقا وتداولاً متمثلة في الصيغ التالية:

- 1- صكوك استثمارية إسلامية تتمثل في موجودات الأعيان مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة.
 - 2- صكوك استثمارية إسلامية متمثلة في صكوك المنافع مثل صكوك الإجارة.
 - 3- صكوك استثمارية إسلامية متمثلة في موجودات الديون مثل صكوك المراجعة والسلم، والاستصناع.
- والشكل أدناه يوضح ذلك:

الشكل رقم (4-1): أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية



المصادر: سامر مظهر قنصقجي، " صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دار أبي فداء العالمية للنشر، 2015، سوريا، ص: 439

1- الصكوك الإسلامية حسب الآجل الزمنية:

تتقسم الصكوك الإسلامية من حيث الآجال الزمنية إلى صكوك قصيرة الأجل (شهادات الإيداع او الاستثمار) لمدة ثلاثة أشهر أو ستة شهور حتى السنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل.

1-1- حسب الصيغة: تتنوع الصكوك الإسلامية حسب الصيغة الى عدة أنواع، كصكوك المضاربة، وصكوك الإجارة، وصكوك المشاركة، وصكوك السلم، وصكوك الاستصناع، وصكوك المتاجرة، وصكوك الأسهم، وصكوك القرض الحسن.

1-2- حسب الطبيعة: يمكن أن تكون الصكوك الإسلامية محددة الآجل الزمنية (سنة أو سنتين أو ثلاثة سنوات...) وصكوك دائمة، يتصف نشاطها الاستثماري بالديمومة (الاستثمارية).

كما يمكن أن تكون الصكوك الإسلامية متناقضة أي أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك (أقساط) تدفع سنوياً كما يوجد نوع من الصكوك الإسلامية متزايدة أي يعاد استثمار العائد.

1-3- حسب القطاع الاقتصادي: تأخذ الصكوك الاستثمارية الإسلامية نوع القطاع الاقتصادي الذي يتم فيه النشاط من قطاع زراعي أو صناعي أو خدماتي (التجارة)... الخ.

1-4- حسب التخصيص: ووفق هذا الاعتبار تقسم الصكوك الإسلامية إلى صكوك عامة، وصكوك مخصصة.

¹ - يوسف حسن يوسف، " الصكوك المالية وأنواعها"، مرجع سابق، ص-ص: 244-245

فيقصد بالعامّة، الصكوك التي يتم توزيعها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف أو المؤسسات المالية الإسلامية، أما الصكوك الإسلامية الخاصة فهي التي تصدر لتمويل مشروع معين وجدت لأجله.

2-الصكوك الإسلامية حسب مجالات التوظيف:

2-1- صكوك المضاربة(المقارضة): عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها الشرعي رقم (13) من ناحية نص المعيار، إذ يهدف هذا المعيار إلى توضيح الأسس والأحكام الشرعية للمضاربة بنوعيتها: المطلقة والمقيدة، والضوابط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها المؤسسات المالية الإسلامية سواء كانت مؤسسة، مضارباً أو رب المال.

2-1-1-تعريف المضاربة: ((المضاربة شركة في الربح بمال من جانب (رب المال) وعمل من جانب آخر (المضارب))¹. كما يُحدّد مفهوم المضاربة في الفقه الإسلامي بـ:

هي عقد خاص بين طرفين على إنشاء مشروع أو نشاط تجاري أو لهما هو مالك رأس المال والثاني هو المستثمر أو المضارب (العمل) ويحدد أن حصة من الربح بنسبة مئوية، فإن ربح المشروع أو النشاط وَيَتَقَاسَمُ الربح وفقاً للنسبة المتفق عليها، وإن لم يزد رأس المال ولم ينقص لم يكن لصاحب المال إلا رأس ماله، وليس للعامل (المضارب) شيء، وإن خسر المشروع وضاع جزء من رأس المال أو كله يتحمل رب المال الخسارة، ولا يمكن أن نحمل العامل المستثمر وجعله ضامناً لرأس المال إلا إذا تحولت العملية إلى إقراض من صاحب رأس المال للعامل، وعندما لا يستحق صاحب رأس المال شيئاً من الربح².

2-1-2-الاتفاق على التمويل بالمضاربة³: كما تحددها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار رقم(13) بـ: 1/3- ((يجوز الاتفاق بموجب إطار عام أو مذكرة تفاهم على إنشاء عقود تمويل المضاربة في حدود مبلغ محدد على مدى زمني معلوم على أن ينفذ التفاهم وفق عقود مضاربة خاصة ومتتالية)).

2/3- ((تحدد مذكرة التفاهم الإطار العام للتعاقد من إبداء الرغبة في التعامل بصيغة التمويل بالمضاربة المطلقة أو المقيدة، سواء كانت عن طريق عمليات دورية أم معاملات منفصلة، وتحدد نسب توزيع الأرباح ونوع الضمانات التي يقدمها المضارب في حالة التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط عقد المضاربة وكل ما يلزم في هذا الخصوص)).

3/3- ((إذا تم إبرام عقد المضاربة بناءً على مذكرة التفاهم أصبحت المذكرة جزءاً من أي عقد لاحق إلا ما استثناه العاقدان منها)).

ويلاحظ عن هذا المعيار بخصوص الاتفاق على التمويل بصيغة المضاربة ما يلي:

-عقد التمويل بالمضاربة يجب أن يكون ذو مبلغ محدد، وزمن معلوم للمضاربة؛

-إبداء الرغبة في التعامل بصيغة التمويل بالمضاربة المطلقة أو المقيدة؛

-تحديد نسب توزيع الأرباح؛

-تقديم نوع الضمانات في حالة الإخلال بشروط العقد؛

-عقد المضاربة يعد الأساس الذي تبنى عليه العقود اللاحقة؛

2-1-2-تعريف عقد المضاربة: المضاربة هي عقد تتم فيه عملية الاشتراك بين الطرفين، الأول يسمى صاحب رأس المال، والثاني من أهل الخبرة في الاستثمار، فيقدم صاحب المال ماله، ويقوم المضارب بعملية الاستثمار، على أن يتقاسم الأرباح حسب ما يشترطان في البداية أما الخسارة فتكون على رب المال، إذا لم يكن هناك تقصير أو إهمال من المضارب⁴.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، نص المعيار رقم (13)، المنامة، البحرين، صدر بتاريخ 16 ماي 2003م، ص:218

² - الصادر محمد باقر، " البنك اللاروي في الإسلام"، الطبعة الخامسة، دار التعارف للمطبوعات، بيروت، لبنان، 1978، ص:25

³ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم(13)، مرجع سابق، ص: 218

⁴ - مراجع متعددة أهمها:- عابد فضل الشعراوي، "المصارف الإسلامية"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2008، ص-ص: 245- 246

- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد " الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، دار الفانس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص:41

- فادي محمد الرفاعي، " المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص:112

كما حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عقد المضاربة تحديدا مفصلا على النحو التالي¹:

01-((تتعقد المضاربة بلفظ المضاربة والقراض والمعاملة)).

02-((يشترط في طرقي المضاربة أهلية التوكيل والتوكل، فلا تتعقد إلا بعاقدين كاملي الأهلية أو من ينوب عنهما بهذه الصفة)).

03-((الأصل أن عقد المضاربة غير لازم، وبحق لأي من الطرفين فسخة إلا في حالتين لا يثبت فيهما حق الفسخ:

أ-إذا شرع المضارب في العمل، فتصبح المضاربة لازمة إلى حين التنضيق الحقيقي أو الحكمي؛

ب-إذا اتفق الطرفان على توقيت المضاربة، فلا يحق إنهاؤها قبل ذلك الوقت إلا باتفاق الطرفين)).

04-((المضاربة من عقود الأمانات، والمضارب أمين على ما في يده من مال المضاربة، إلا إذا خالف شروط عقد الأمانة فتعدى على

مال المضاربة، أو قصر في إدارة أموال المضاربة، أو خالف شروط عقد المضاربة، فإذا فعل واحدا أو أكثر من ذلك فقد أصبح ضامنا

لرأس المال)).

ويلاحظ على المعيار (13) بخصوص عقد المضاربة فرض الشروط الآتية:

-لفظ المضاربة واجب لإنعقاد عقد المضاربة؛

-اشتراط الأهلية الكاملة للتوكيل والتوكل؛

-عقد المضاربة الزامي إلا إذا اتفق على شروط تلزم العقد؛

-عقد المضاربة أمانة يتحمل مسؤوليتها وعواقبها المضارب؛

2-1-3- أنواع المضاربة²: تنقسم المضاربة إلى نوعين المضاربة المطلقة والمقيدة:

01- المضاربة المطلقة: ((هي التي يفوض فيها رب المال المضارب في أن يدير عمليات المضاربة دون أن يقيده بقيود، وإنما يعمل

فيها بسلطات تقديرية واسعة وذلك اعتمادا على ثقته في أمانته وخبرته، ومن قبيل المضاربة المطلقة مالو قال رب المال للمضارب:

أعمل براك، والاطلاق مهما اتسع فهو مقيد بمراجعة مصلحة الطرفين في تحقيق مقصود المضاربة وهو الربح، وأن يتم التصرف وفقا

للأعراف الجارية في مجال النشاط الاستثماري موضوع المضاربة)).

02- المضاربة المقيدة: ((هي التي يقيد فيها رب المال المضارب بالمكان أو المجال الذي يعمل فيه وبكل ما يراه مناسبا بما لا يمنع

المضارب عن العمل)).

يلاحظ من أنواع المضاربة المطلقة أو المقيدة ما يلي:

-يلعب الجانب الأخلاقي في الإسلام من الأمانة والثقة كأساس في المضارب؛

-تقيد المضاربة بشروط رب المال على المضارب حماية لعمل المضاربة ولجعل أكثر حرصا على النجاح لتحقيق الربح المتوقع؛

2-1-4- الضمانات في عقد المضاربة³: ((يجوز لرب المال أخذ الضمانات الكافية والمناسبة من المضارب، يشترط أن لا ينفذ

رب المال هذه الضمانات إلا إذا ثبت التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط عقد المضاربة)).

-يلاحظ أن الفقهاء أعطوا الحق والجواز لرب المال بأخذ كل الضمانات التي يراها مناسبة وكافية من المضارب، بدون تعسف في

التنفيذ في حالة عدم وجود تقصير عمدي من المضارب.

2-1-5-رأس المال وشروطه⁴:

01- ((الأصل في رأس مال المضاربة أن يكون نقدا، ويجوز أن تكون العروض رأس مال للمضاربة، وتعتمد في هذه الحالة قيمة العرض

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم(13)، مرجع سابق، ص: 218

² - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم(13)، مرجع سابق، ص: 219

³ - نفس المرجع، ص: 219

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص-ص: 219-220

ند التعاقد باعتبارها رأس مال المضاربة، ويتم تقويم العروض حسب رأي ذوي الخبرة أو باتفاق الطرفين)).

02- ((يشترط في رأس مال المضاربة أن يكون معلوما علما نافيا للجهالة من حيث الصفة والقدرة)).

03- ((لا يجوز أن يكون رأس المال ديناً لرب المال على المضارب أو غيره)).

04- ((يشترط لإنفاذ عقد المضاربة وتمكين المضارب من التصرف تسليم رأس مال المضاربة له كله أو بعضه، أو تمكينه من التصرف فيه)).

يلاحظ من التحديدات الشرعية الخاصة برأس المال الخاص بالمضاربة ما يلي:

-تعدد وجوه رأس المال من النقد إلى العروض المتنوعة مع توفر ذوي الخبرة في عملية التقييم النقدي للعرض.

-التحديد الدقيق لرأس مال المضاربة من حيث الصفة والتقدير.

-لا يجوز أن يكون رأس المال ديناً على المضارب ويجب تمكينه منه للتصرف فيه.

2-1-6-أحكام الربح وشروطه¹: كما حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية جملة من الشروط نذكر منها:

01- ((يشترط في الربح أن تكون كيفية توزيعه معلومة علما نافيا للجهالة وماعنا للمنازعة، وأن يكون ذلك على أساس نسبة مشاعة من الربح لا على أساس مبلغ مقطوع أو نسبة من رأس المال)).

02- ((الأصل عدم جواز الجمع بين الربح في المضاربة والأجرة، على أنه إذا اتفق الطرفان على قيام أحدهما بعمل ليس من أعمال المضاربة بأجر محدد وكان الاتفاق بعقد منفصل عن عقد المضاربة بحيث تبقى إذا تم عزله عن ذلك العمل فلا مانع من ذلك شرعا)).

03- ((يجب أن يتم الاتفاق على نسبة توزيع الربح عند التعاقد، كما يجوز باتفاق الطرفين أن يغيروا نسبة التوزيع في أي وقت مع بيان الفترة التي يسري عليها هذا الاتفاق)).

04- ((إذا سكت الطرفان عن نسبة توزيع الربح، فإن ثمة عرف يرجع إليه في التوزيع لزم اعتماده، كما إذا كان العرف أن يوزع الربح بينهما مناصفة، وإن لم يكن هناك عرف فسدت المضاربة، ويأخذ المضارب أجر المثل فيما قام به من عمل)).

05- ((إذا اشترط أحد الطرفين لنفسه مبلغا مقطوعا فسدت المضاربة، ولا يشمل هذا المنع ما إذا اتفق الطرفان على أنه إذا زادت الأرباح عن نسبة معينة فإن أحد طرفي المضاربة يختص بالربح الزائد عن تلك النسبة، فإن كانت الأرباح بتلك النسبة أو دونها فتوزع الأرباح على ما اتفقا عليه)).

06- ((لا يجوز لرب المال أن يدفع مالمين للمضارب على أن يكون للمضارب ربح أحد المالمين ولرب المال ربح الآخر، أو أن يكون لرب المال ربح هذه الفترة المالية من المالمين وللمضارب ربح الفترة الأخرى، أو لأحدهما ربح الصفقة الأولى وللآخر ربح الصفقة الأخرى)).

07- ((لا ربح في المضاربة إلا بعد سلامة رأس المال، ومتى حصلت خسارة في عمليات المضاربة، جبرت من أرباح العمليات الأخرى، فالخسارة السابقة يجبرها الربح اللاحق، والعبرة بجملة نتائج الأعمال عند التصفية. فإذا كانت الخسارة عند تصفية العمليات أكثر من الربح يحسم رصيد الخسارة من رأس المال، ولا يتحمل المضارب منه شيئا باعتباره أمينا ما لم يثبت التعدي أو التقصير، وإذا كانت المصروفات على قدر الإيرادات، يتسلم رب المال رأس ماله وليس للمضارب شيء، ومتى تحقق ربح فإنه يوزع بين الطرفين وفق الاتفاق بينهما)).

08- ((يستحق المضارب نصيبه من الربح بمجرد ظهوره (تحققه) في عمليات المضاربة، ولكنه ملك غير مستقر إذ يكون محبوسا وقاية لرأس المال، فلا يتأكد إلا بالقسمة عند التنضيق الحقيقي أو الحكمي.

ويجوز تقسيم ما ظهر من ربح بين الطرفين تحت الحساب ويراجع ما دفع مقدما تحت الحساب عند التنضيق الحقيقي أو الحكمي.

يوزع الربح بشكل نهائي بناء على أساس الثمن الذي تم بيع الموجودات به، وهو ما يعرف بالتنضيق الحقيقي.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 220

ويجوز أن يوزع الربح على أساس التنضيق الحكمي وهو التقويم للموجودات بالقيمة العادلة. وتقاس الذمم المدينة بالقيمة النقدية المتوقعة تحصيلها، أي بعد حسم نسبة الديون المشكوك في تحصيلها. ولا تؤخذ في قياس الذمم المدينة القيمة الزمنية للدين (سعر الفائدة)، ولا مبدأ الحسم على أساس القيمة الحالية (أي ما يقابل تخفيض مبلغ الدين لتعجيل سداده)).

9- ((إذا خلط المضارب مال المضاربة بماله، فإنه يصير شريكاً بماله ومضارباً بمال الآخر ويقسم الربح الحاصل على المالين فيأخذ المضارب ربح ماله، ويقسم ربح مال المضاربة بينه وبين رب المال على الوجه الذي شرطه)). يلاحظ من المعيار رقم (13) حرص الضوابط الشرعية الإسلامية على تحديد أحكام الربح وشروطه والزمّت رب المال والمضارب على:

- كيفية تحديد توزيع الأرباح المحققة؛

- الربح يكون نسبة مشاعة على أساس اقتطاع نسبة رأس المال؛

- الفصل بين الربح والأجرة بين الطرفين؛

- يجب الاتفاق على تحديد نسبة الربح وإمكانية تغييرها مع تحديد الفترة الزمنية؛

- في حالة السكوت عن تحديد نسبة الأرباح يجب الرجوع إلى العرف السائد؛

- لا يجوز لرب المال الدمج بين مالين أحدهما يحقق أرباحاً له والآخر للمضاربة في نفس النشاط؛

- لا ربح في المضاربة إلا بعد سلامة رأس المال من الخسائر، وجبرها من الأرباح اللاحقة؛

2-1-7-صلاحيات المضارب وتصرفاته:

يحدد الشرع الإسلامي حقوق وواجبات المضارب بين تحقيق أهدافه ومصالح الآخرين، وتحدد هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ذلك بالنصوص التالية¹:

1- ((يجب على المضارب أن يجتهد في تحقيق أهداف المضاربة، وأن يطمئن رب المال على أن أمواله في يد أمينة ساعية في البحث عما يتم به استثماره على الوجه المشروع)).

2- ((إذا انعقد المضاربة مطلقة جاز للمضارب أن يقوم بكل ما يقوم به المستثمرون في مجال نشاطه، ويشمل ذلك ما يأتي:

أ- ارتياد كل مجالات الاستثمار المشروع التي يسمح له حجم رأس المال بالدخول فيها، والتي تمكنه خبرته وكفايته العملية والفنية من المنافسة فيها.

ب- مباشرة العمل بنفسه أو بتوكيل غيره في أن يباشر له بعض الأعمال عند الحاجة كأن يشتري بضاعة أو يسوقها.

ج- اختيار الأوقات والأماكن والأسواق المناسبة للاستثمار والأمانة من الأخطار قدر الإمكان.

د- حفظ أموال المضاربة أو إيداعها لدى أمين متى اقتضت الحاجة لذلك.

هـ- البيع والشراء بالأجل)).

و- يجوز للمضارب بإذن أو تفويض من رب المال:

* أن يضم إلى المضاربة شركة في الابتداء أو في أثناء المضاربة سواء أكانت الشركة من مال المضارب أم من طرف ثالث، وإن خلط ودائع الاستثمار المطلقة بأموال المؤسسات هو من هذا القبيل.

* أن يأخذ مالا من طرف ثالث بقصد المضاربة ما لم يشغله المال الجديد عن واجباته في استثمار المال الأول)).

3- ((يجوز أن يقيد رب المال تصرفات المضارب لمصلحة يراها.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص-ص: 221-222

ويجوز التقييد بالزمان وبالمكان فيشترط عليه الاستثمار في وقت معين أو بلد بعينه أو بسوق في بلد معين، أو بمجال الاستثمار، فيشترط عليه الاستثمار في قطاع معين كالخدمات أو التجارة، وفي سلعة أو مجموعة من السلع لا يتعداها بشرط أن تكون متوافرة بما يحقق مقصود المضاربة وليست بالندرة أو الموسمية والمحدودية التي تمنح المقصود)).

٥٤- ((لا يحق لرب المال اشتراط عمله مع المضارب حتى تكون يده معه في البيع والشراء والأخذ والعطاء، وأن يطلب منه أن يراجعه في كل شيء فلا يقضي في الأمور بدون مشورته، أو يملئ عليه شروطا تسليه التصرف كأن يفرض عليه أن يشارك غيره أو أن يخلط ماله بمال المضاربة)).

٥٥- ((يتولى المضارب بنفسه كل الأعمال التي يتولاها المستثمرون مثله بحسب العرف. ولا يستحق اجرا على ذلك، لأنها من واجباته فإذا استأجر من يقوم له بذلك فأجرته من ماله الخاص وليس من مال المضاربة، ويجوز له أن يستأجر لأداء ما لم يجب عليه من الأعمال بحسب العرف على حساب المضاربة)).

٥٦- ((ليس للمضارب أن يبيع بأقل من ثمن المثل. وليس أن يشتري بأكثر من ثمن المثل إلا لمصلحة ظاهرة يراها في الحالين)).

٥٧- ((لا يجوز للمضارب أن يفرض أو يهب أو يتصدق من مال المضاربة ولا أن يتنازل عن الحقوق إلا بإذن خاص من رب المال))

٥٨- ((للمضارب النفقة في السفر لصالح المضاربة بحسب العرف)).

2-1-8-انتهاء المضاربة: حددت الشريعة الإسلامية شروط وكيفيات انتهاء عملية المضاربة، اذ حددتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على النحو التالي¹: 1-٥- ((تنتهي المضاربة في الحالات التالية:

أ-الفسخ بإرادة أحد طرفيها باعتبارها عقدا غير لازم.

ب-باتفاق الطرفين.

ج- بانتهاء أجلها إذا اتفق الطرفان على تأديتها إلا في الحالات التي تلزم فيها.

د-بتلف أو هلاك مال المضاربة.

ه-يموت المضارب، أو تصفية المؤسسة المضاربة)).

٥٢- ((في حالة انتهاء المضاربة يتم تنضيضها (تصفيتها) على النحو المبين في السند 8/8، وهي دراسة الحالة الاقتصادية والمالية لنشاط الشركة المصَدِّرة لها من خلال تحليل ميزانياتها المعروضة عبر السنوات السابقة وكذلك الأخذ بعين الاعتبار لمؤشرات السوق المالي)).

3- صكوك المضاربة:

3-1- تعريف صكوك المضاربة: لصكوك المضاربة عدة تعريفات لمحاس وهيئات علمية وشرعية اسلامية نذكر منها:

٥١- تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI): تعرفها الهيئة في فقرتها 3 بالفقرة الفرعية 2/6/3 أنواع الصكوك²: ((وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها)).

٥٢- تعريف المجمع الفقهي الإسلامي الدولي: هي عبارة عن وثائق مشاركة تتجسد في مشروعات أو أنشطة تسير على أساس المضاربة، ويتم تعيين مضارب سواء أكان من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، وهذا ما يجعلها مختلفة عن صكوك المشاركة والتي يمكن للمضارب أن يساهم برأس ماله في المشروع³.

٥٣-تعريفات أخرى:-وهي وثائق متساوية القيمة ومحددة، تُصدَّر بأسماء مالكيها، يقوم بعملية الإصدار المضارب أو المؤسسة المالية

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص-ص: 222-223.

² - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، AAIOFI، مرجع سابق، ص: 310

³ - قرار رقم (5) د 1988/8/4 بشأن "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، الجزء الثالث، مجلة الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، (1408هـ/1988م)، ص: 2161

الوسيلة أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بهدف استثمار حصيلتها المالية في نشاط مشروع معين مبني على أساس عقد المضاربة الشرعية، كما يتم الاتفاق على نسب تقاسم الأرباح الناتجة عن نشاط المشروع حسب شروط عقد المضاربة المبرم بين طرفي العملية (صاحب رأس المال / المضارب)، أما الخسارة فحسب مفهوم عقد المضاربة فيتحملها صاحب رأس المال (حامل الصك)¹.

-هي أوراق مالية تطرح للاكتتاب على أساس أن تقوم الشركة المصدرة للصكوك المضاربة بإدارة المشروع على أساس المضاربة، فيصبح عامل المضاربة (المستثمر)، ومالكو الصكوك هم أصحاب رأس المال.²

ومن خلال هذه التعريفات المتعددة نجدها تشترك في كون صكوك المضاربة، هي أداة استثمارية تقوم على أساس قسمة رأس المال المضاربة، عن طريق إصدار صكوك ملكية بواسطة رأس مال المضاربة على أساس تجزئته إلى وحدات متساوية القيمة، تسجل بأسماء أصحابها باعتبارهم مالكي حصص شائعة في رأس مال المضاربة وما يعود عليه بمقدار نسبة ملكية كل مسجل في رأس مال المضارب. ويشترط في صكوك المضاربة أو المقارضة، الالتزام بالقواعد الفقهية وقرارات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI)، وكذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ومنه يمكن تحديد تعريف لصكوك المضاربة على النحو التالي:

((تصدر صكوك المضاربة على أساس قواعد وشروط عقد المضاربة، وذلك بالقيام بعملية إصدار صكوك ملكية، تستثمر حصيلة الإصدار في مشروع أو نشاط معين، يقسم رأس المال المضارب إلى وحدات ذوي قيم متساوية، يعتبر مالكو الصكوك هم أصحاب رأس المال المضاربة، والمستثمر هو عامل المضاربة، يحدد العقد العائد في حالة الربح، كما يتحمل مالكو الصكوك مخاطر هذا الاستثمار، إذ لم يشترط تقصير من المضارب (عامل)).

اشتهرت صكوك المضاربة باسم سندات المقارضة* وتعد من أكثر الأنواع انتشاراً في عصرنا الحالي، وتعود الفكرة الأولى إلى سامي محمود عند إعدادة لقانون البنك الإسلامي الأردني عام 1978، وكان يهدف إلى إيجاد بدائل إسلامية عن السندات التقليدية الربوية التي كانت تصدر عن طريق البنوك التقليدية الربوية³.

3-1- أنواع صكوك المضاربة: لصكوك المضاربة الإسلامية عدة أنواع نذكر منها:

3-1-1- صكوك المضاربة المقيدة: تقيد صكوك المضاربة المقيدة جهة الإصدار بالاستثمار في مشروع محدد المجال والنوع أو نشاط معيناً، وتحدد بفترة زمنية محددة حسب ما الوقت اللازم للمشروع، مع إمكانية توزيع جزء من العائد من الأرباح على الحساب كل ثلاثة أشهر أو سنة، على أن تتم التسوية النهائية عند نهاية العمل في المشروع، كما يمكن للجهة المصدرة للصكوك أو الوسيط المالي (وكيل الإصدار) أن يحصل على جزء محدد من الربح مقابل إدارته، وتحدد نسبته في نشرة الإصدار⁴.

3-1-2- صكوك المضاربة المطلقة: تعد صكوك المضاربة المطلقة، محددة المدة الزمنية، يمكن أن يكون لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من عائد الأرباح الناتج من الاستثمارات المتعددة للشركة التي قامت بعملية إصدار الصكوك، اعتماداً على قاعدة

¹ - مراجع متعددة أهمها:

- أسامة عبد الحليم الجورية، " صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعية للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009، ص: 59-60

- وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، " صكوك الاستثمار الشرعية" المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، " حول المؤسسات المالية: معالم الواقع وآفاق المستقبل" كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، الإمارات العربية المتحدة من (15-17 ماي)، 2005، ص: 910

² - حسين حسن شحاته، " الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية"، البورصة، الطبعة الثانية، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، مصر، 2017، ص: 73

*- سندات المقارضة هي: " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القِراض (الْمُضَارَّة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه" أنظر لقرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 30 (4/5) الصادر بتاريخ 1988/2/11 المتعلق بسندات المقارضة.

³ - كمال توفيق خطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والأموال، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة (من 31 ماي إلى 3 جوان 2009)، ص: 12

⁴ - أشرف دواية، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 40

الصندوق العام لعمليات التمويل والاستثمار، وللشركة صاحبة الإصدار الحرية المطلقة في عملية اختيار المشروعات أو النشاطات التي تراها مناسبة¹.

3-1-3- صكوك المضاربة المستردة بالتدريج: (المحدودة): في هذه الحالة تسترجع القيمة الاسمية للصكوك مع أرباحها (في حالة وجود ناتج مريح) في فترة زمنية محددة، فتكون هناك عملية استرداد لحملة الصكوك جزء من رأس مال المضارب مع كل مرة توزع فيها الأرباح، ومنه يستهلك رأس مال المضارب بالكامل وتؤول ملكية المشروع أو النشاط لجهة الإصدار.² بمعنى آخر تحدد الجهة المصدرة للصكوك تواريخ محددة يمكن فيها لأصحاب الصكوك أخذ الأرباح في حالة وجودها واسترجاع جزء من قيمة صكوكهم، وأخذ القيمة المتبقية كاملة عند نهاية المشروع. وهذا النوع من صكوك المضاربة يشمل كل الأوراق المالية (المضاربة) مهما تنوعت التسمية صكوك، أو شهادات أو سندات ونذكر منها³:

1-شهادات الاستثمار الإسلامية: قام بإصدارها "البنك الإسلامي للتنمية"، وهي مخصصة لتمويل التجارة الخارجية للدول الإسلامية، ويقوم البنك بصفة المضارب، ويحصل من صافي الأرباح على 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب شهادات الاستثمار حسب نسبة ما يملكون.

2-شهادات ودائع الاستثمار: صدرت على "بيت التمويل الكويتي"، وهذا الأخير يعد مضارباً، وصاحب الشهادة هو رب المال، وهي تقوم على أساس عقد المضاربة المطلقة أو المقيدة، ويرم اتفاق على المدة الزمنية مع مشتريها على أن لا تقل عن سنة واحدة، مع قابلية تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها وعليها تكون محدودة الأجل.

3-1-4- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: يمكن في هذا النوع من صكوك المضاربة أن تسترد القيمة الاسمية للصكوك (مع تسجيل الأرباح المحققة والخسائر)، وهناك إمكانية توزيع الأرباح بصورة دورية وتسترد القيمة الاسمية للصكوك كاملة عند نهاية المشروع.⁴

3-1-5- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع: يمكن لحاملي صكوك المضاربة استرجاع قيمتها عن طريق التعويض عنها بجزء من المشروع، مثلاً كأن تجسد فكرة عملية إنشاء مشروع كبناء عيادة طبية أو كساحة تجارية كبرى، ويصدر له مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، وبعد الانتهاء من إنجاز المشروع ترد قيمتها لحاملي الصكوك كل حسب نسبة حصته في المشروع.⁵

3-2- الأهمية الاقتصادية لصكوك المضاربة⁶: لصكوك المضاربة أهمية خاصة من الناحية الاقتصادية تظهر من خلال الآتي:

أ-تناسب مع المشاريع الضخمة المدرة للدخل، كمحطات الطاقة الكهربائية والمطارات والموانئ، ومشاريع السكك الحديدية وغيرها، مع إمكانية شراء نصيب المستثمرين (حملة الصكوك) بالتدرج وفق برنامج محدد ومنظم من طرف الحكومة؛

ب- لصكوك المضاربة قابلية في أسواق الأوراق المالية، وإمكانية الرقابة عليها من طرف الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية حقيقية ؛

ج- إمكانية إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الصناعية، الزراعية، الخدمية، والعقارية وعليه فهي تساعد على تحريك عجلة التنمية الاقتصادية؛

¹ - بن قايد الشيخ، " دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)", أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، ص: 34.

² - نفس المرجع، ص: 34.

³ - بن الضيف محمد عدنان، " الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود وتمويل قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص: 132.

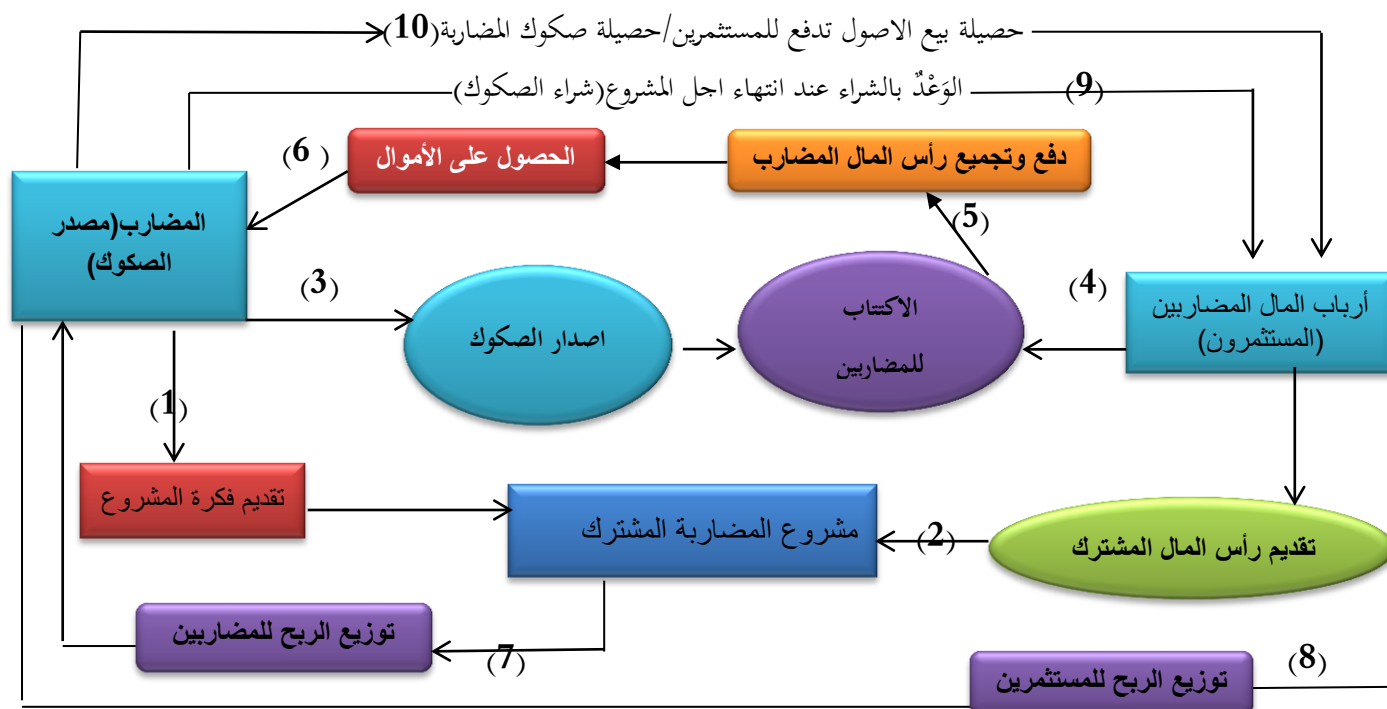
⁴ - عادل سالم محمد الصغير، " صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها"، مجلة المختار للعلوم الإنسانية، العدد 22، جامعة المختار، ليبيا، 2013م، ص: 17.

⁵ - بن قايد الشيخ، " دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)", مرجع سابق، ص: 34.

⁶ - محمد سعيد الرملاوي، " الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشرعية الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص: 245-246.

والشكل التوضيحي أدناه يشرح آلية هيكله صكوك المضاربة :

الشكل رقم (4-2): عملية هيكلية واصدار صكوك المضاربة الاسلامية



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 107

ملخص الشكل التوضيحي لخطوات صكوك المضاربة:

^{١٠}- تأسيس الطرف المصدر: والمتمثل في المضارب شركة ذات الغرض الخاص، تُحوَّل إليها ملكية الأصول والموجودات بناءً على عقد المضاربة.

2- عملية تصكيك الأصول: تقوم الشركة بعملية تقييم الأصول والموجودات، وتقسيمها إلى وحدات متساوية القيمة تصدر على أساسها صكوك.

٣- عملية الاكتتاب في الصكوك المصدرة: الجهة المكتتبه في الصكوك المطروحة هم المساهمون بالأموال.

٤٠- **حصولية عملية الاكتتاب:** تمثل رأس مال الاجمالي للمضاربة التي يمول بها المشروع، وتتم عملية تحصيلها من طرف الشركة ذات الغرض الخاص.

٥٥- عملية توجيه الحصىة الإجمالية لعملية الاكتاب للجهة المصدرة.

6- يقوم المضارب بتوظيف رأس المال في المشروع المتفق عليه والقائم على أساس عقد المضاربة.

٥٧- تقسم الأرباح وفق النسب المتفق عليها وهي حصة شائعة ولا يمكن تحديدها بمبلغ معين، عند حدوث الخسارة يتحمل أرباب المال ذلك أما المضارب فيخسر وقته وجهده المبذول للمشروع.

8°- توزع الأرباح إن وجدت على حملة الصكوك.

4- صكوك المشاركة:

4-1-تعريف عقد المشاركة: هو احدى عقود الامانة، يتفق بموجبه طرفان او اكثر للإشتراك في رأس مال مشروع استثماري او

نشاط، يكون لصاحب العمل أو الجهد أو تسيير وإدارة المشروع جزء من المال للقيام بالنشاط المطلوب، ويلجأ إلى أطراف أخرى

لإستكمال رأس المال، بشرط اقتسام الربح أو الخسارة حسب نسبة المشاركة لكل طرف(شريك) أو بما تم الاتفاق عليه¹.

4-2-تعريف صكوك المشاركة: تعرف صكوك المشاركة على أنها، عبارة عن وثائق سندية، لها قيم متساوية، تتم عملية إصدارها لغرض استخدام حصيلة الاكتتاب فيها، في إنشاء فكرة مشروع جديد أو تطوير مشروع قيد النشاط، أو تمويل عمليات لنشاطات مختلفة وتصبح موجودات المشروع أو النشاط ملكاً لحملة صكوك المشاركة في حدود حصصهم من الصكوك، ويُدار المشروع أو النشاط من طرف أحد الشركاء أو تعيين غيرهم لإدارتها².

كما تعرف ايضاً(عبارة عن وثائق متساوية القيمة ، يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الاكتتاب في انشاء مشروع استثماري،وتصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتُدار الصكوك على اساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالإستثمار³)).

كما تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية نوعية صكوك المشاركة في معيارها الشرعي رقم (17)-صكوك الاستثمار) الفقرة رقم 6/3 ب((هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالإستثمار)).

4-3- أنواع صكوك المشاركة: لصكوك المشاركة أنواع متعددة نذكر منها:

4-3-1-صكوك المشاركة الدائمة: هي إمكانية دخول المصدر بحصة معينة في رأس مال المشروع، وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواءً كان تسيير المشروع وإدارته للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف آخر ثالث يحدده الشركاء⁴.

4-3-2- صكوك المشاركة المحددة: (المؤقتة): وهي الصكوك المحددة بمدة زمنية، وتكون فترة زمنية تقديرية متوسطة لإمكانية انتهاء المشروع أو النشاط، كانهاء الموسم أو الدورة الصناعية، وتكون النهاية بإحدى الصور التالية⁵:

1- صكوك المشاركة المستردة بالتدريج: في هذه المرحلة تُسترد قيمة الصكوك وفق أقساط دورية لا تؤثر على المشروع، مع صرف قيمة الأرباح المحققة لحاملها مما تبقى له من رصيد رأسمال الشركة الذي لم يسترد.

2- صكوك المشاركة المنتهية بالتأميل إلى المصدر في نهاية المدة: يقوم المصدر في نهاية عمل المشروع المتفق عليه، بإعادة شراء هذه الصكوك من حاملها بسعرها الحقيقي، وتكون هذه الحالة عند التصفية الإجبارية، (القيام بمشروع حفر منجم) مثلاً، فعند نهاية مشروع الحفر يقوم المصدر بإعادة التقييم الحقيقي للآلات ومختلف التجهيزات المستعملة، واسترداد أصحاب الصكوك لقيمتها، وعليه يمتلك المصدر هذه الآلات والتجهيزات.

والشكل الآتي يشرح هيكل وآلية صكوك المشاركة:

¹ - حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية-دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص:28

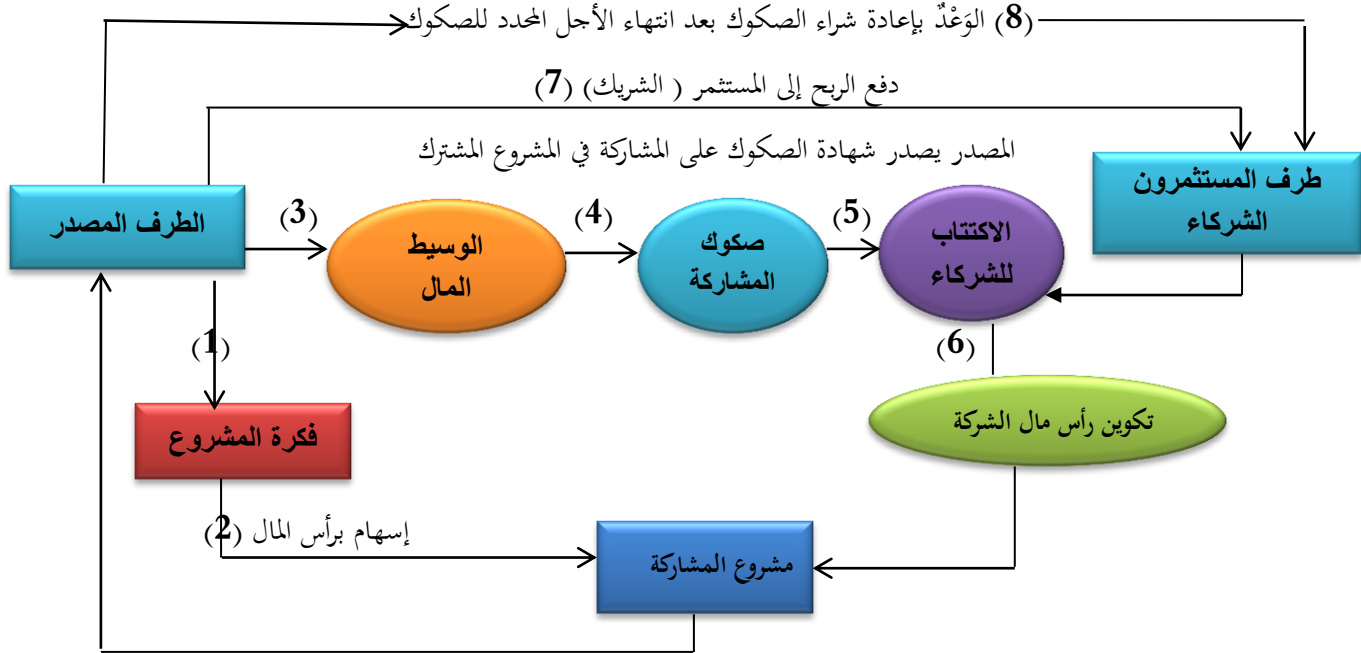
² - اشرف محمد دواية، "ادارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع.....وتحديات المستقبل، نادي رجال الاعمال اليمنيين، صنعاء، جمهورية اليمن، في الفترة من (20-21) مارس، 2010، ص:9

³ - حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية -اداءها المالي وآثارها في سوق الاوراق المالية"، الطبعة الاولى، البازوري للطباعة والنشر، الزرقاء، عمان، الاردن، 2011، ص:127

⁴ - بن الضيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع....وراهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص: 11

⁵ - بن قايد الشيخ، " دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)"، مرجع سابق مرجع ، ص:34

الشكل رقم (3-4): الهيكل الفنية والآلية لصكوك المشاركة الإسلامية



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 107

من خلال الشكل السابق يمكن ضبط أهم المراحل التي تمر بها آلية هيكل صكوك المشاركة على النحو التالي:

- 01- عملية خلق فكرة المشروع أو النشاط المراد المشاركة فيه؛
 - 02- تحويل ملكية الأصول والموجودات إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - 03- عملية التصكيك للأصول: تصدر الشركة صكوك مشاركة تعادل قيمة الأصول والموجودات؛
 - 04- عملية الاكتتاب من طرف المستثمرين في الصكوك المصدرة؛
 - 05- مجموع حصيلة عملية الاكتتاب الأموال لتوظيف لإنشاء المشروع وإدارته؛
 - 06- عملية تحويل حصيلة الاكتتاب إلى الجهة المصدرة الممثلة لمنشأة المشروع والمسيرة له؛
 - 07- عملية توظيف الأموال المحصل عليها في المشروع المحدد وفقا لعقد المشاركة؛
 - 08- إذا أنتج المشروع أرباحا على الشركاء وفقا ما اتفق عليه، وفي حالة الخسارة يتحمل كل طرف خسارة نسبة مساهمته في المشروع؛
 - 09- عملية دفع حصيلة المشروع الجاهز للمستثمرين حملة الصكوك؛
- 5- صكوك الإجارة:

5-1- تحديد مفهوم الإجارة: قال تعالى: «قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ» (26) قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أَنْكَحَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي تَمَّانِي حَجَجٍ فَإِنْ أَتَمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِنْدِكَ وَمَا أُرِيدُ أَنْ أَشُقَّ عَلَيْكَ سَتَجِدُنِي إِِنْ شَاءَ اللَّهُ مِنَ الصَّالِحِينَ» (27) قَالَ ذَلِكَ بَيْنِي وَبَيْنَكَ أَيَّمَا الْأَجَلَيْنِ قَضَيْتُ فَلَا عُدْوَانَ عَلَيَّ وَاللَّهُ عَلَيَّ مَا نَقُولُ وَكِيلٌ¹.

يقول الرسول صلى الله عليه وسلم: ((لا يُساومُ على سوم أخيه ، ولا يخطبُ على خطبة أخيه ، ولا تناجشوا ، ولا تبايعوا باللقاء الحجر ، ومن استأجر أجيرًا فليعلمه أجره))².

5-1-1- التعريف اللغوي: تعرف الإجارة في مختلف معاجم اللغة العربية على النحو التالي:

" (أَجَرَهُ) إِجَارًا: أَجَرَهُ مِنْ فُلَانٍ الدَّارَ وَغَيْرَهَا: اكْتَرَاهَا مِنْهُ. وَفُلَانًا الدَّارَ أَكْرَاهُ إِيَّاهَا".

¹ - سورة القصص، الآيات 26-28

² - المحدث إبي بكر احمد بن الحسين ابن علي البيهقي، " السنن الكبرى " الراوي أبو هريرة، الطبعة الاولى ، دار المعرفة، بيروت، لبنان، 1986، ص: 6/120

" (آجره) مؤجرة: استأجره.... عَمِلَ له بأجر، (استأجره): اتخذه أجيرًا.

(الإجارة): الأجرة على العمل. و- عَقْدٌ يرد على المنافع يعوض. (الأجر): عَوَضُ العمل والانتفاع"¹

5-1-2- التعريف الاصطلاحي: ((يقصد بالإيجار عمليات تشغيل الأموال في غير الشراء والبيع، أي أن محل هذه العمليات يكون بيع المنفعة لا العين، وهي تهدف إلى الحصول على الأجر والغلة من خلال استثناء المنفعة عبر الزمن))².

كما يعرفها مؤتمر المجمع الفقهي الدولي: ((فالإجارة هي أولاً عقد من العقود، تتحقق إذا كانت المعاوضة تشمل منافع بملكها صاحبها، ويحل تداولها، فيبيعها لطرف ثانٍ مقابل ما يتفقان عليه من الثمن الذي هو الأجر، وبذلك فالإجارة عقد يجري عليه ما يجري على سائر عقود المعاوضات، وأركانها "المؤجر، المستأجر، المنفعة، الأجرة، الصيغة، رضی الطرفين"))³.

كما يمكن ترجيح تعريف المذهب الحنبلي لكونه أقرب لتحديد مفهوم الإجارة وهو: ((عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل بعوض معلوم))⁴.

ونلاحظ من خلال التعريف السابق التحديد الدقيق لتعريف الإجارة إذ أضاف شرطي العلم والإباحة، والمدة الزمنية المعلومة التي يمكن أن يستغرقها العمل.

5-2- تحديد مفهوم صكوك الإجارة:

5-1-2- تعريف صكوك الإجارة: تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها:

((وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستثناء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك))⁵.

5-2-2- أنواع صكوك الإجارة (الاستثمار): لصكوك الإجارة أنواع عديدة ترتبط بنوعية العين المؤجرة أهي عقارات مبنية، أو آلات أو وسائل نقل بواخر، طائرات.... الخ.

كما لصكوك الإجارة (الاستثمار) أنواع نذكرها:

1- صكوك ملكية الموجودات (الأصول الثابتة) (الأعيان) المؤجرة: وتعرفه هيئة المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية بأنها: ((وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستثناء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك))⁶.

2- صكوك ملكية المنافع وهي أنواع:

أ- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان: الأول ((وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستثناء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك))⁷.

والثاني ((وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستثناء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك))⁸.

¹ - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 7

² - عز الدين خوجة، "أدوات الاستثمار الإسلامي"، مصرف الزيتونة بتونس، تونس، 2014، ص: 61

³ - محمد مختار السلامي، مداخلته بعنوان "الإيجار المنتهي بالتمليك، وصكوك التأجير"، الجزء الأول، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثانية عشر، المنعقدة بمدينة الرياض، المملكة العربية السعودية، أيام 23-28 سبتمبر 2000، ص: 330

⁴ - منذر قحف، مداخلته بعنوان "الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة"، الجزء الأول، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثانية عشر، المنعقدة بمدينة الرياض، المملكة العربية السعودية، أيام 23-28 سبتمبر 2000، ص: 357

⁵ - AAIOFI، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: المعيار رقم 17 صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 288

⁶ - نفس المرجع، ص: 288

⁷ - نفس المرجع، ص: 288

⁸ - نفس المرجع، ص: 289

٣- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: ((وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إحارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك))¹.

٤- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: ((وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك))².

٥- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

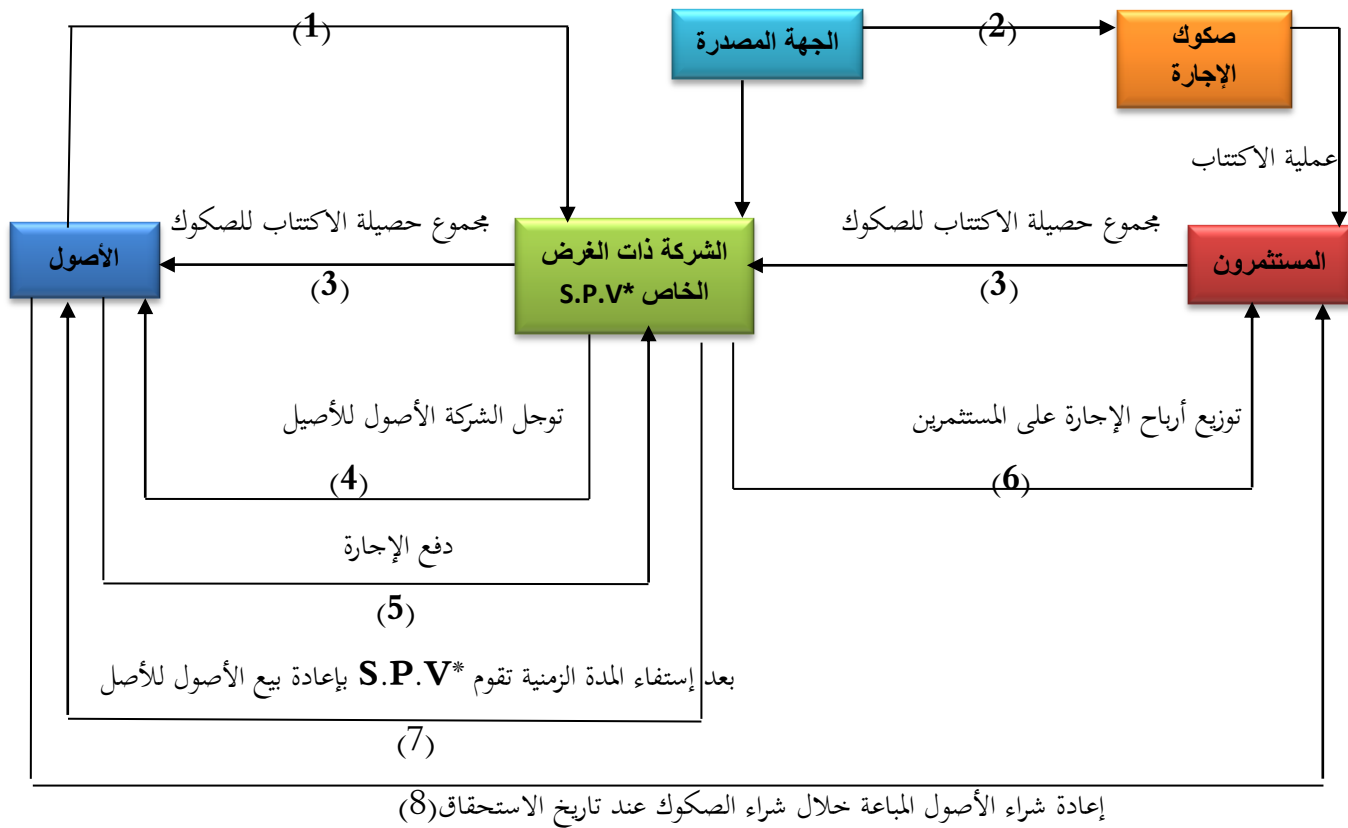
٦- صكوك صناديق الاستثمار: صندوق الاستثمار هو عبارة عن عملية تجميع الأموال عن طريق آلية إصدار صكوك صناديق الاستثمار والاكتتاب فيها، بهدف استثمارها في إحدى المجالات الاستثمارية المحددة في نشرة طرح الاكتتاب، ولها استخدامات متعددة في مختلف النشاطات الاقتصادية وتكون عملية الإصدار لهذه الصناديق محددة الحجم المدة الزمنية.³

والشكل الموالي يوضح الهيكل الفنية والآلية لصكوك الإجارة الإسلامية على النحو التالي:

الشكل رقم (4-4): شرح الهيكل الفنية والآلية لصكوك الإجارة الإسلامية

تصدر الشركة ذات الغرض الخاص للمستثمرين الصكوك

بيع الأصول للشركة ذات الغرض الخاص



إعادة شراء الأصول المباعة خلال شراء الصكوك عند تاريخ الاستحقاق (8)

المصدر: جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 113.

¹ - نفس المرجع، ص: 289

² - نفس المرجع، ص: 289

³ - بن قايد الشيخ، "دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 39.

من خلال الشكل أعلاه يمكن أن نتتبع آلية هيكله صكوك الإجارة كالتالي:

- 1- عملية إصدار صكوك الإجارة: يتم تحديد الجهة المصدرة والتي تتولى عملية التأجير؛
 - 2- تكون الجهة المصدرة شركة ذات الغرض الخاص وعادة تكون موجودة ومستقلة، للقيام بعملية تحويل ملكية الأصول المؤجرة لهذه الشركة SPV؛
 - 3- إصدار صكوك الإجارة تمثل حصة مشاعة في ملكية منافع الأصول محل التمويل؛
 - 4- تمثل عملية الاكتتاب في صكوك الإجارة حصيلة ثمن (أموال) شراء الأصول المؤجرة والتي تعود إلى الشركة ذات الغرض الخاص صاحبة الإصدار؛
 - 5- حصيلة الاكتتاب (أموال) تغطي ثمن شراء الأصول التي ستؤجر؛
 - 6- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعملية تأجير الأصول المشتراة؛
 - 7- سداد أقساط الإجارة؛
 - 8- استلام الأقساط المستحقة من ديون الصكوك؛
- 3-5- الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة: يمكننا إجمال الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة في الآتي¹:
- أ- تتميز صكوك الإجارة بقابلية عملية التداول في سوق الأوراق المالية، كما تعتبر منخفضة المخاطر نسبة إلى الأدوات التقليدية؛
- ب- إمكانية استخدامها في عملية التمويل المالي للمشاريع الضخمة؛
- ج- لصكوك الإجارة ميزة التنوع من حيث المدة الزمنية بين المتوسط والطويل الأجل، كما تعطي إمكانية تملك المشروع عند نهاية العقد، كما تمكن البنك المركزي من استعمالها في عمليات السوق المفتوحة؛

¹ - محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 261

المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية الإسلامية الغير متداولة

تمهيد:

النوع الثاني من الصكوك الاستثمارية الإسلامية الغير قابلة للتداول تتمثل في موجودات الديون مثل صكوك المراجعة والسلم، والاستصناع، وسنبحث فيها من حيث المفهوم اللغوي والاصطلاحي والضوابط الشرعية الخاصة بكل صيغة وآليات عملها وهيكلتها والأهمية الاقتصادية والمالية لها على النحو التالي:

1- صكوك المراجعة:

1-1- التعريف اللغوي للمراجعة: لغوياً تعرف المراجعة بـ " ربح، الرِّيحُ والرَّيحُ والرياح: النَّمَاءُ فِي الشَّجَرِ..... وَأَرْجَحْتُهُ عَلَى سِلْعَتِهِ، أَيْ أَعْطَيْتُهُ رِجْحًا، وَ قَدْ أَرْجَحْتُهُ بِمَتَاعِهِ، وَأَعْطَاهُ مَالاً مُرَابِحَةً، أَيْ عَلَى الرَّيْحِ بَيْنَهُمَا، وَبَعْتُ الشَّيْءَ مُرَابِحَةً"¹ أن المراجعة بمعنى إرباح لأن أحد المتبايعين أرباح الآخر.²

1-2- التعريف الاصطلاحي:

أما المراجعة في اصطلاح الفقهاء فيتفقون على: -أنها البيع برأس المال مع زيادة ربح معلوم أي أنها عقد يحدد الثمن فيه على ثمن البيع الأول مع الزيادة التي تعتبر ربح.³ -أنها بيع يمثل الثمن الأول وزيادة ربح معلوم متفق عليه بين المتعاقدين.⁴ وكل التعريفات السابقة تحدد مفهوم المراجعة البسيطة عند الفقهاء قديماً، أما المراجعة المركبة فهي حديثة ومستعملة بصورة كبيرة في المصارف الإسلامية وتسمى المراجعة للأمر بالشراء.

-ولقد التقت تعريفات العلماء المعاصرون على أن المراجعة للأمر بالشراء هي طلب شراء سلعة معينة بمواصفات محددة يقدمه العميل للمصرف الإسلامي، وهذا مقابل الالتزام التام من الطالب بشراء ما طلبه بالسعر والربح المتفق عليهما مع إمكانية أداء ثمن البيع بالتقسيط.⁵

والمراجعة هي أحد بيوع الأمانة لأن عملية البيع تتم شرعاً حسب الطريقة التي يتحدد بها الثمن بأسلوبين: الأول: بيع المساومة وهو عملية بيع السلعة بثمن متفق عليه دون النظر إلى الثمن الأول التي اشتراها به البائع. الثاني: بيع الأمانة، وهي عملية البيع الذي يَأْتَمَنُ فيه المشتري البائع، إذ يتم اطلاعه على تكلفة المبيع عليه، حتى يمكن للمشتري بناء الثمن الذي يعرضه البائع وفقاً لتلك التكلفة. فإذا قام البائع ببيع المبيع بأقل من تكلفته يسمى البيع **وضيعة** أو **حطيطة**، وإذا تم البيع بتكلفته سمي **تولييه**، وإذا باعه بأزيد من التكلفة سمي **مرابحة**.⁶

كما تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المراجعة على أنها: ((هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك)).⁷

كما تعرف على أنها: صكوك تحمل قيمةً متساوية تصدر من تاجر أو موكله، بهدف شراء سلعة تم يُعَادُ بيعها بمراجعة معلومة مثال المعدات المطلوبة عند عقد الاستصناع، حيث يتم شراء معدات التصنيع مراجعة، ويصبح حاملو الصكوك هم مالكي المعدات وثمر

¹ - ابن منظور، "لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 1553

² - هند عبد الغفار إبراهيم، "الضوابط القانونية والفقهية للتمويل بالمراجعة"، مجلة الشريعة والقانون، العدد (28)، فبراير 2016، ص: 101

³ - هند عبد الغفار إبراهيم، "الضوابط القانونية والفقهية للتمويل بالمراجعة"، مرجع سابق، ص: 101

⁴ - حسام الدين عفانة، "بيع المراجعة المركبة كما تجر به المصارف الإسلامية في فلسطين"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "الاقتصاد الإسلامي وأعمال البنوك"، جامعة الخليل، فلسطين، بتاريخ 2009/07/27، ص: 6

⁵ - نفس المرجع، ص: 7

⁶ - الشبيلي يوسف بن عبد الله بن صالح، "أبحاث في قضايا مالية معاصرة"، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2020، ص: 43

⁷ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعيار الشرعي (17)"، مرجع سابق، ص: 289

بيعها بالمراجحة¹.

كما تعرف: المراجحة على أنها إحدى صور البيع التي تباع فيها السلعة برأس مالها مع زيادة ربح معلوم².

كما كانت الصورة الأولى لبيع المراجحة، أن تتم عملية البيع والشراء دون طلب الشاري لشرائها من البائع (الشيء محل البيع)، ولكن البائع يقوم بعرضها وشرح تكلفتها، ويتفقان على ربح معين، وهذه المراجحة الحقيقية، أما الصورة الثابتة والمعتمدة حديثاً هي بيع المراجحة للأمر بالشراء³.

كما تحدد (AAIOIFI) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، إن مصدر صكوك المراجحة هو نفسه البائع لبضاعة المراجحة، والمكتتبون فيها هم الذين يقومون بشراء بضاعة المراجحة، ومجموع حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويمتلك حملة الصكوك سلعة المراجحة، ويستحقون ثمن عملية بيعها⁴.

إن عملية إصدار صكوك المراجحة يهدف منها تمويل عقد بيع بضاعة المراجحة، مثل الأجهزة أو معدات التجهيز، فتعمل المؤسسة المالية بالاتفاق مع المشتري مارجحة - وسيط إصدار - نيابة عن حملة الصكوك، واستخدام حصيلة الاكتتاب للصكوك في عملية تملك بضاعة المراجحة، ويتم قبضها قبل عملية البيع بالمراجحة، إن هذا النوع من الصكوك يصدر عادة لتمويل المشاريع الكبرى كإنشاء الطرقات والسدود المائية وكذلك محطات التربين لتوليد الطاقة، وكذا شراء الطائرات والسفن التجارية والسياحية.....الخ⁵.

1-3- مشروعية المراجحة: أجمع فقهاء الشريعة الإسلامية على مشروعية المراجحة إذا توفرت في عقدتها الشروط والضوابط المطلوبة للعقد، واستدل من القرآن بقوله عز وجل « وَ أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَ حَرَّمَ الرِّبَا » (سورة البقرة، الآية 275)، ومن السنة النبوية إذ قال الرسول صلى الله عليه وسلم ((فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد⁶)).

1-4- أهمية صكوك المراجحة: تتميز صكوك المراجحة بالعديد من الخصائص نذكر منها:

- تحريك الدورة الاقتصادية - التجارية - وإعطاء إمكانية للأفراد والمؤسسات من اقتناء حاجياتهم على أساس الشريعة الإسلامية؛
- إمكانية استثمار الأموال المودعة وتحقيق العائد الجزئي له؛
- صكوك المراجحة تعمل على توفير التمويل اللازم لتحقيق متطلبات التنمية على نطاق واسع، ما يجعلها تقلص الحاجة إلى التمويل الربوي بالفائدة، إذ يعد هذا الأخير إحدى معوقات تحقيق ديناميكية حركية للتنمية؛
- تعمل صكوك المراجحة على تمويل المتطلبات الأساسية لمختلف القطاعات من أدوات ضرورية للصناعة والزراعة ومن توفير كل المواد والمستلزمات الضرورية للعملية الإنتاجية؛
- من خلال الشكل أعلاه يمكننا تتبع خطوات إصدار صكوك المراجحة:

1-عملية تأسيس شركة ذات الغرض الخاص توكل إليها ملكية عقد المراجحة بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشروع المراجحة؛

2-تم عملية إصدار صكوك المراجحة بقيمة العقد للمراجحة الذي تمت عملية تحويل ملكيته من الجهة المصدرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص، إذ تمثل صكوك المراجحة عن ملكية بضاعة المراجحة؛

3- يمثل حملة الصكوك، المستثمرون الفعليون لبضاعة المراجحة الناتجة عن توجيه الاكتتاب (قيمة الصكوك المكتب بها أقل من القيمة

¹ - يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، مرجع سابق، ص:10.

² - خالد خديجة، بن حبيب عبد الرزاق، "نماذج وعمليات البنك الإسلامي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016، ص:183.

³ - عائشة الشراوي المالقي، "البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق"، الطبعة الأولى، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء المملكة المغربية، ص:440.

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعيار الشرعي رقم (17)، صكوك المشاركة"، مرجع سابق، ص:293.

⁵ - عادل عبد الفضيل عبد، "الصكوك الاستثمارية: دراسة مقارنة"، دار التعليم العالي، الإسكندرية، مصر، 2003، ص:100.

⁶ - المحافظ أبو زكريا محي الدين بن شرف النووي، تحقيق وإخراج هشام الصباطي، حازم محمد، عماد عامر، "كتاب البيوع"، الطبعة الأولى، المجلد الخامس، دار الحديث، القاهرة، مصر،

1994، ص:476.

الاسمية)؛

4- تجمع حصيلة الاكتتاب الناتجة عن طرح المراجعة تمثل ثمن شراء السلعة؛

5- تعمل الشركة ذات الغرض الخاص بعملية الاقتناء الفعلي لبضاعة المراجعة (أي عملية التوظيف الفعلي للأموال في شراء السلعة)، وبعدها يتم التصرف بها بإجراء عملية البيع بالشراء للسلعة والقيام بتحصيل ثمن البيع (ثمن الشراء + ربح معلوم)؛

6- عملية تسديد قيمة الصكوك عند أجل استحقاقها مع الربح المعلوم بعد انتهاء العملية.

2- صكوك السِّلَم:

2-1- التعريف اللغوي للسِّلَم: السِّلَم في اللغة: يَرِدُ بمعنى الإعطاء والتَّرك والتَّسليف.¹

السِّلَم هو ((أخذ عاجل بأجل))²، أو هو ((عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض بمجلس العقد))³.

2-2- التعريف الفقهي للسِّلَم (الاصطلاح الفقهي): ((فهو عبارة عن بيع موصوف في الذمة ببذل يعطى عاجلاً))⁴.

كما اختلف الفقهاء في تحديد مفهومه تبعاً للشروط التي يتبناها كل منهم، فنجد الحنفية والحنابلة يشترطون لصحة عقد السِّلَم قبْضُ رأس المال في المجلس وتأجيل المسلم فيه.

أما الشافعية اشترطوا قبض رأس المال في المجلس، وعرفوه بأنه عقد على موصوف في الذمة ببذل يعطى عاجلاً.

أما المالكية لم يشترطوا تسليم رأس المال في المجلس عقد السِّلَم وأجازوا عملية تأجيله بيومين أو ثلاثة لخفة الأمر، كما عرفوه بأنه بيع معلوم في الذمة محصورة بالصفة يعين حاضرة أو ما هو في حكمها إلى أجل معلوم.⁵

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) فتحدد مفهومه ب: صيغة عقد السِّلَم

((يَتَعَقَّدُ السِّلَمُ بلفظ السِّلَم أو السِّلَف أو البيع أو أي لفظ يدل على بيع موصوف في الذمة بثمن عاجل))⁶.

إذن السِّلَم هو عبارة عن تسليم ثمن البضاعة العاجل الذي يعتبر رأس مال السِّلَم من مشتري البضاعة عند الاتفاق على بنود العقد، على أن تتبع بعملية آجلة لتسليم البضاعة من البائع وفق المواصفات المحددة والأجل المحدد.

2-3- مشروعية السِّلَم: ثبت عند أهل العلم مشروعية السِّلَم بأدلة من الكتاب والسنة والإجماع، فيقول الله تعالى: « يَا أَيُّهَا الَّذِينَ

آمَنُوا إِذَا تَدَايَيْتُمْ بِذَيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُسَمًّى فَآكُتُبُوهُ » (البقرة الآية 282)، أما في السنة النبوية فنجد قول الرسول صلى الله عليه وسلم: «

من أسلف فليسلف في كيل معلوم إلى أجل معلوم»⁷ وهذا الحديث يعود إلى أن النبي صلى الله عليه وسلم عندما قدم إلى المدينة

وجدهم يسلفون في الثمار السنة والسنتين.

كما قال ابن المنذر: ((أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السِّلَم جائز))⁸.

2-4- شروط السِّلَم: للسِّلَم مجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر فيه حتى يكون صحيحاً ومنها:⁹

1- شروط رأس المال فهي:

أ- أن يكون معلوم الجنس والقدر؛

1 - نزيه حنّاد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، سوريا، 2008، ص: 248.

2 - عبد الله بن أحمد بن محمود النسفي حافظ الدين أبي البركات، "كنز الدقائق"، المجلد الرابع، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2011، ص: 498.

3 - البهوتي منصور بن يونس بن إدريس، "كشاف القناع"، الجزء الثالث، مكتبة النسخ الحديث، الرياض، بدون تاريخ، ص: 288-289.

4 - نزيه حنّاد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، مرجع سابق، ص: 248.

5 - نفس المرجع، ص: 248.

6 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم (10) السِّلَم والسِّلَم المُؤَاوِي (معيار معدل)"، مرجع سابق، ص: 276.

7 - أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، "صحيح البخاري"، الحديث رقم 2240، دار ابن كثير، دمشق، سوريا، 2002، ص: 534.

8 - السيد سابق، "فقه السنة"، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2003، ص: 171.

9 - نفس المرجع، ص: 171-172.

* - يسمى المشتري المسلم أو ربّ السِّلَم، ويسمى البائع المسلم إليه، والمبيع المسلم فيه، والثمن رأس مال السِّلَم.

ب-أن يسلم رأس المال في المجلس؛

2-شروط السِّلْم فيه * (المبيع):

أ-أن يكون موصوفاً في الذمة مما يؤدي علم المقدار وأوصافه التي تميزه عن غيره نافيا لغرر وساد لباب النزاع.

ب-معلومية الأجل (قال مالك يجوز متى كانت معلومة كالشهور والسنين).

3-اشتراط الأجل:

ذهب جمهور الفقهاء إلى اعتبار الأجل في السِّلْم، وقالوا لا يجوز السِّلْم حالا.

2-5- تعريف صكوك السِّلْم: تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية (AAOIFI)، تحت بند معيار الصكوك

الاستثمارية حتى يمكن تمييزها عن الأسهم وسندات القرض بالفرع 3، أنواع صكوك الاستثمار:

3/3 ((هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السِّلْم مملوكة لحملة الصكوك¹)).

من خلال هذا التعريف نحدد مصدر صكوك السِّلْم وهو البائع نفسه لسلعة السِّلْم أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه في عملية تحصيل ثمن السِّلْم أثناء التعاقد من حصيلة صكوك السِّلْم، وتتم عملية الاكتتاب للمشتريين لسلعة السِّلْم بهدف بيع هذه السلعة بثمن أعلى مساويا إلى ثمن الشراء مضافا إليه الربح المناسب وتوزيعه (الثمن) بين مكتبي صكوك السِّلْم.

فيمكن أن يكون مصدر الصك مشتريا لعين مصنعة، وهي عبارة عن عين موصوفة في الذمة، يلتزم بائعها بعملية التصنيع بمواد من عنده وتتم عملية التسليم لمشتريها في أجل معلومة، مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده في أجل محدد، ويعتبر المكتتبون في صكوك السِّلْم هم البائعون لهذه العين، بهدف الحصول على الربح، (الفرق بين تكلفة التصنيع للعين و ثمن الاستِصْنَاع²).

كما تعرف صكوك السِّلْم: بأنها وثائق متساوية القيمة تطرح لعملية الاكتتاب، ويتم جمع المحصّل من المبالغ المالية لتسليمها إلى المورد، لتتم عملية شراء بضاعة منه تسلم بعدة مدة زمنية محددة، ويكون فيها حق حامل صك السِّلْم مؤجلا إلى حين استلام السلعة وتقام بيعها، كما لا يجوز تداول صكوك السِّلْم، لأنه لا يجوز شرعا بيع السلعة قبل تمام عملية القَبْض، لأنها تمثل دَيْنًا، وتداول الديون لا يجوز شرعا³.

ظهرت بصورة جلية في العصر الحالي صكوك السِّلْم بما عرف "بصكوك البترول"، حيث تتم العملية بدفع قيمة الصك الذي يمثل كمية معينة من البترول عند عملية الشراء، ويستحق في أجل زمني محدد معلوم وهي صكوك تعطي القدرة للحكومة لإعتبارها منتجة وقادرة على تسليم البترول من عملية قبض رأس مال السِّلْم الذي يعتبر قيمة الصك، ويتم توظيفه في مختلف الاستثمارات التنموية وعند استحقاق أجل السِّلْم تعمل الحكومة على قَبْض البترول المبيع ويتم بيعه وكالة عن حاملي الصكوك، ومنه يتم لحاملي الصكوك الربح الذي هو الفارق بين سعري الشراء والبيع مع دفع القيمة لهم⁴.

2-6- الأهمية الاقتصادية لصكوك السِّلْم: لصكوك السِّلْم دور وأهمية اقتصادية نلخصها على النحو الآتي:

أ-يعتبر إصدار صكوك السِّلْم من مجالات عقود البيوع الآجلة، وبصورة خاصة عندما يتعلق الأمر ببعض المنتجات الضرورية لحياة الأفراد والمؤسسات، كمنتج القمح، وكذا تستخدم صكوك السِّلْم في تمويل مختلف المشاريع الطاقوية ويتم هذا عن طريق تمويل إنتاج بضاعة أو خدمة تقوم الشركة على إنتاجها مع أن تتم عملية التسليم بعد مدة زمنية محددة؛

ب- يستفاد من صكوك السِّلْم في عملية تمويل مختلف المشاريع السكنية، وعندما يتم استلامها (الوحدات السكنية)، تقوم الجهات المصدرة للصكوك ببيعها على أقساط خلال مدة زمنية محددة؛

ج- تسند سندات الخزانة الحكومية على معدل سعر الفائدة الربوي المحرم شرعا، ووجدت صكوك السِّلْم كبديل إسلاميا شرعيا، وهذا

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم (10)"، مرجع سابق، ص: 469

² - وليد عوجان، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2015، ص: 40

³ - زكريا سلامة عيسى شنتاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار النفائس، عَمَّان، الأردن، 2009، ص: 214

⁴ - عمر مصطفى جبر إسماعيل، "سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة تطبيقية"، دار النفائس، عَمَّان، الأردن، 2006، ص: 123

من أجل تغطية الاحتياجات الضرورية العاجلة التي يطلبها الإنفاق الحكومي، إذ يعمل على أساسها البنك المركزي باعتباره مديرا لحفظة صكوك السِّلَم الإسلامية ويقوم بشراء مختلف أنواع الأصول من منتجات زراعية كالقمح، والنفط ومشتقاته..... بكميات محددة وخصائص موصوفة في وقت محدد في المستقبل؛

د- حماية المستهلك (المشتري) من إمكانية ارتفاع أسعار السلع؛

هـ- توفير فرصة مسبقة للبائع لتسويق السلعة؛

و- يعمل على توفير التمويل اللازم للحرفين وأصحاب المؤسسات الصغيرة المنتجة، بتوفير متطلبات الانتاج (الآلات والمعدات والمواد الأولية ومستلزماتها) باعتبارها رأس مال سِلَم مقابل اقتناء والحصول على المنتجات وإعادة تسويقها؛

2-7-آلية هيكلية صكوك السِّلَم: من خلال الشكل يمكن أن نتبع خطوات آلية صكوك السِّلَم كالتالي:

1-تؤسس الجهة المصدرة لصكوك السِّلَم شركة ذات الغرض الخاص تحولها الأصول على أساس بناء عقد السِّلَم؛

2-تعمل الشركة ذات الغرض الخاص على عملية تقييم سلعة السِّلَم، كما تقوم على إصدار صكوك تطرح للاكتتاب وتكون حصيلتها المالية هي ثمن شراء سلعة السِّلَم؛

3-بعد الاكتتاب في صكوك السِّلَم، التي تعد بمثابة شراء سلعة السِّلَم بالنسبة للمكتتبين؛

4-تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعملية تحصيل قيمة الاكتتاب؛

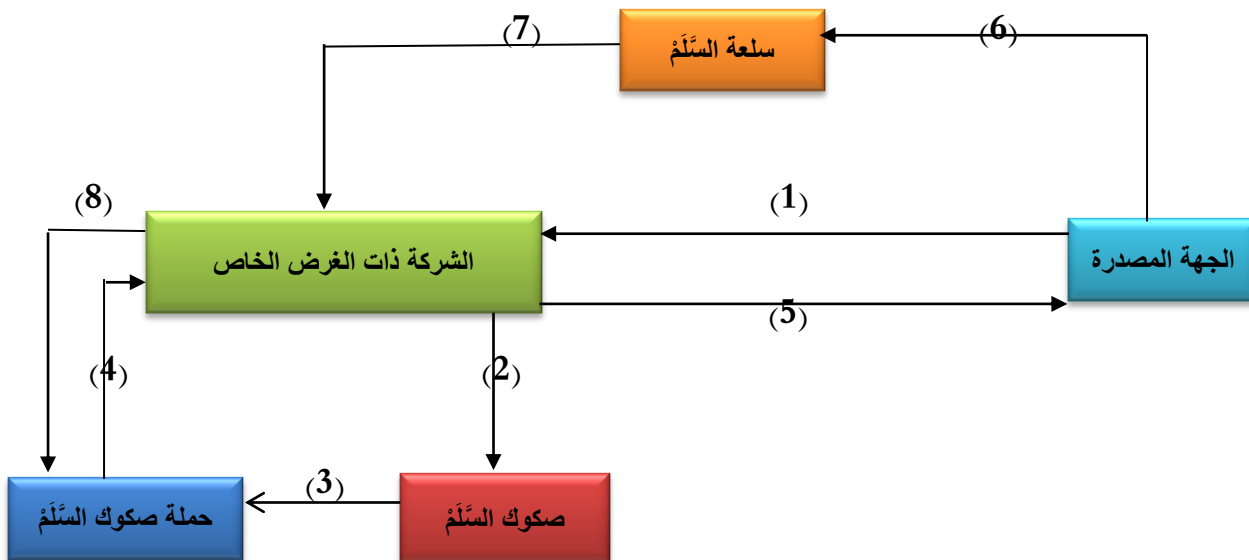
5-تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة، وهذا على أساس عقد السِّلَم، بحيث يتم تَسَلَم الثمن وتوفير السلعة بالشروط الموصوفة والمقدار والكم؛

6-توظف الأموال بشراء سلعة السِّلَم التي تقوم على بيعها الجهة المصدرة لحملة صكوك السِّلَم الذين تنوب وتقوم مقامهم الشركة ذات الغرض الخاص؛

7-تستلم الشركة ذات الغرض الخاص السلعة المطلوبة، باعتبارها مديرا لصكوك السِّلَم، وحسب ما هو متفق عليه تعمل هذه الشركة على بيع سلعة السِّلَم والتصرف فيها نيابة على المكتتبين (جملة الصكوك)؛

8-تتم عملية تَقْيِيم السلعة مع الربح لحملة الصكوك؛

الشكل رقم (4-5): الهيكلية الفنية والآلية لصكوك السِّلَم



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على: عبد الله علي، محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998-2011، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان، 2012، ص:77

3- صكوك الإستِصْنَاع:

ننطلق لصكوك الاستِصْنَاع يتطلب تحديد دقيق لصيغة الاستِصْنَاع من حيث المفهوم اللغوي والاصطلاحي والضوابط الشرعية لهذه الصيغة.

3-1- التعريف اللغوي لصيغة الاستِصْنَاع: الاستِصْنَاع سؤال الصنع أو طلبه¹.

3-2- التعريف الاصطلاحي الفقهي للاستِصْنَاع: ((بأنه طلب عمل شيء خاص، علة وجه مخصوص، مادته من الصانع، فإذا قال شخص آخر من أهل الصناعات: اصنع لي الشيء الفلاني بالأوصاف التالية بكذا درهما، وقيل الصانع ذلك، كان ذلك استِصْنَاعاً²)).
اختلف الفقهاء في تكييفه الفقهي:

فاعتبره بعضهم مواعدة وليس بيع، وآخرون وعد غير ملزم للصانع، ومجموعة من الفقهاء اعتبروه بيع، بشرط خيار الرؤية للمشتري، وقيل عند آخرون: هو عقد ملزم لطرفي عملية الاستِصْنَاع³.

ونميل بالرائي لإلزامية العقد المتفق عليه للطرفين حول ما يتم في صيغة الاستِصْنَاع، لما فيه من ضبط للعملية، وعدم فتح باب التردد من طرف طالب الاستِصْنَاع من جهة، وكذلك احترام الوصف الدقيق للمصنوع من طرف الصانع.

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) فعرفت عقد الاستِصْنَاع في المعيار الشرعي رقم (11) بـ:

((1/2 إبرام عقد الاستِصْنَاع مباشرة أو بعد المواعدة:

1/1/2 يجوز إبرام عقد الاستِصْنَاع بين المؤسسة والمستِصْنَع ولو لم يسبق ذلك تملك المؤسسة للمبيع أو للمواد المكونة له.⁴))

((2/2 صفة عقد الاستِصْنَاع وشروطه:

1/2/2 عقد الاستِصْنَاع ملزم للطرفين إذا توافرت فيه شروطه وهي: بيان جنس الشيء المستِصْنَع ونوعه وقدره وأوصافه المطلوبة

ومعلومية الثمن وتحديد الأجل إن وجد، ويثبت للمستِصْنَع الخيار إذا جاء المصنوع مخالفا للمواصفات المشروطة)).

وبلاحظ أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، قد حددت في المعيار الشرعي (الاستِصْنَاع والاستِصْنَاع الموازي- رقم (11)

تحديدا دقيقا للاستِصْنَاع في مختلف بنوده من جهة إبرام عقد الاستِصْنَاع مباشرة أو بعد المواعدة، كذلك تحديد صفة عقد الاستِصْنَاع

وشروطه، كما تم ضبط محل الاستِصْنَاع وكيفية ضمانه، وكذا ثمن الاستِصْنَاع والضمانات المترتبة على ذلك. كما حدد هذا المعيار ما

يطرأ على الاستِصْنَاع من تعديلات وإضافات على المصنع والطريقة التي تتم بها، كما تطرق إلى الظروف القاهرة وكيفية معالجتها، وفي

الأخير تطرق إلى كيفية الإشراف على تنفيذ عملية الاستِصْنَاع، والطرق التي يتم بها تسليم المصنوع والتصرف فيه.

كما ختم بنود المعيار (11) بتحديد الاستِصْنَاع الموازي وكيفياته وشروطه بما يتماشى مع الضوابط الشرعية.

3-3- تعريف صكوك الاستِصْنَاع: سنحدد تعريف صكوك الاستِصْنَاع على النحو التالي:

تعرفه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستِصْنَاع بأنها: ((هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها

لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك⁵)).

كما أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره المتعلق بعقد الاستِصْنَاع⁶:

1- هو عقد يرد على العمل والعين في الذمة، يلزم الطرفين المتعاقدين مع الالتزام بالأركان والشروط؛

2- يجب أن تتوفر في عقد الاستِصْنَاع الشروط التالية:

¹ - نزيه حنّاد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، مرجع سابق، ص: 55.

² - نفس المرجع: ص: 55.

³ - نفس المرجع، ص: 55.

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم (11) الاستِصْنَاع، والاستِصْنَاع الموازي (معيار معدل)"، مرجع سابق، ص: 297.

⁵ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم (11) الاستِصْنَاع، والاستِصْنَاع الموازي (معيار معدل)"، مرجع سابق، ص: 469.

⁶ - قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "قرار رقم 65 (7/3) بشأن عقد الاستِصْنَاع"، دورة المؤتمر السادس، بجدة، المملكة العربية السعودية، الموافق 9-14 ماي 1992م،

أ-بيان جنس المستصنع من حيث النوعية وقدره والأوصاف.

ب- تحديد الأجل؛

3- في عقد الاستصناع يجوز تأجيل الثمن بالكامل أو تقسيطه إلى أقساط محددة القيمة والآجال؛

4- يمكن أن يتفق العاقدان على شرط جزائي ما لم تكن هناك ظروف قاهرة؛

3-4- الضوابط الشرعية: تحدد هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الأحكام والضوابط الشرعية لصكوك الاستصناع كالتالي¹:

-مُصنِّدُ صكوك الاستصناع هو الصانع (البائع).

-المُكْتَبِيُّونَ في صكوك الاستصناع هم المشترون للعين المراد صنعها.

-حصول الاكتتاب تمثل تكلفة المصنوع.

-ملكية العين المصنوعة لحملة الصكوك.

-يستحق حملة الصكوك ثمن البيع، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي* في حالة وجوده.

-يمثل الربح بالنسبة لحملة الصكوك في الفارق بين تكلفة تصنيع العين، أو ثمن الاستصناع الموازي، و ثمن الاستصناع².

3-5- الأهمية الاقتصادية لصكوك الاستصناع: تمكن صكوك الاستصناع مختلف المتعاملين الاقتصاديين على تحريك عجلة مختلف

الصناعات، وذلك بالاستفادة منها على إيجاد مختلف المنتجات التي تقدم منافع خاصة وعامة للأفراد والحكومات، بالنسبة للحكومات

تمكنها من تشييد الجامعات والمدارس والمستشفيات وتجديد وتطوير الهياكل القاعدية للبنى التحتية، أو العمل على تجديد الأساطيل

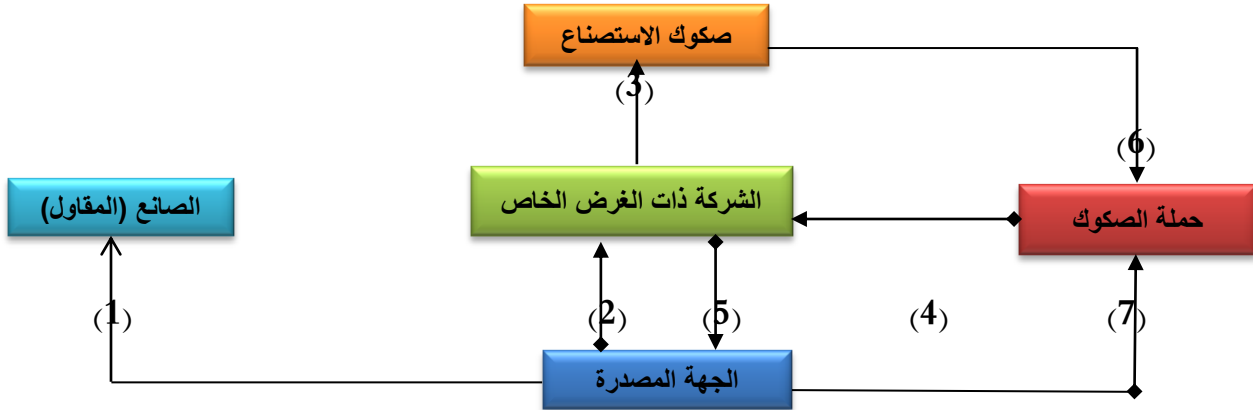
البحرية للسفن، والجوية للطائرات، وهذا يتم عن طريق الطلب من الهيئة المديرة لصكوك الاستصناع بصناعة هذه البضاعة أو السلعة

على شكل ملموس أو خدمي لصالح حملة الصكوك، على أن يتم تسليم السلعة بعد تصنيعها إلى الحكومات التي تعمل على دفع ثمن

السلعة (تكلفة + الربح) على أقساط، أو دفعة واحدة حسب طبيعة ومحددات الاتفاق وهي الصيغ الأكثر تداولاً في عالم الصكوك³.

3-6- آلية ومراحل إصدار صكوك الاستصناع: الشكل الموالي يوضح آلية ومراحل إصدار صكوك الاستصناع:

الشكل رقم (4-6): آلية ومراحل إصدار صكوك الاستصناع



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية" مذكرة ماجستير منشورة، تخصص نقود ومالية،

قسم العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص: 198

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، "المعيار الشرعي رقم (11) الاستصناع، والاستصناع الموازي (معيار معدل)"، مرجع سابق، ص: 474.

* - الاستصناع الموازي: هو عقد استصناع يبرم بين المقاول بصفته الصانع الفعلي، وبين البنك بصفته مُستصنِعًا، وعلى ضوء هذا العقد يبرم البنك عقد آخر هو عقد الاستصناع الأصلي، بين العميل المستصنع والبنك بصفته صانعًا، ويشترط في كلتا الحالتين عدم الربط بين العقدتين، وعليه تكون علاقة تعاقدية ذات استقلالية تامة بين البنك والعميل، وعلاقة ثانية مستقلة بين البنك والمقاول أو الصانع الفعلي.

² - وليد عوجان، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 45.

³ - يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، مرجع سابق، ص: 9.

من الشكل أعلاه نتبع خطوات وميكانيزمات صكوك الاستصناع كالتالي:

- 1-عملية إبرام عقد الاستصناع ما بين المقاول والجهة المصدرة على السلعة الموصوفة؛
- 2-الشركة ذات الغرض الخاص تشتري المصنوع من الجهة المصدرة للصكوك؛
- 3-نقوم بعملية اصدار صكوك الاستصناع بقيمة العقد من أجل تحصيل السيولة اللازمة بغرض تمويل المشروع؛
- 4-الاكتتاب في صكوك الاستصناع، وتمثل حصيلة الاكتتاب تكلفة المصنوع، ويعتبر حملة الصكوك هم المشترون الفعليون للمصنوع؛
- 5-تدفع حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة لصكوك الاستصناع بإعتبارها المصنع والبائع للمنتوج المصنع؛
- 6-عملية التقييم المالي للمصنع؛
- 7-تشتري الشركة ذات الغرض الخاص المصنوع، من خلال دفع الأقساط اللازمة لذلك الى ان تستوفي قيمة المصنوع وأرباحه، كما تعمل على أداء حقوق حملة الصكوك(بعد بيع المصنوع ووجود أرباح) مقابل أخذ جزء من الأرباح كعمولة لخدماتها المقدمة للعملية؛

المبحث الثاني: إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تمهيد

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية المبتكرة كبديل للسندات الربوية مما أدى إلى انتشارها بسرعة كبيرة وخاصة بعد أزمة الرهن العقاري الأمريكي سنة 2008، وما سببه من انهيار كبير للنظام المالي الرأسمالي، وهذا ما أدى بالصكوك الإسلامية أن تجد مكانه هامة في الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية و العالمية .

على الرغم من ابتكار الصكوك الإسلامية، بإعتمادها على مختلف الصيغ الإسلامية بمبادئها وشروطها المتوافقة مع الشريعة ، إلا أنها من ناحية أخرى أخذت الفكرة من محاكاة السندات من ناحية الإجراءات والأسس الفنية، كطريقة الإصدار والمؤسسات المالية الوسيطة، والآجل الزمنية، وارتباطها بتمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة.

وعليه سنتطرق إلى مختلف الأسس الفنية والقواعد القانونية والضوابط الشرعية التي تنظم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية عن طريق التطرق إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: عملية إصدار الصكوك الإسلامية

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

المطلب الأول: عملية إصدار الصكوك الإسلامية

تمهيد:

تعد عملية إصدار الصكوك من أهم العمليات وأكثرها دقة وانضباطاً، ولهذا نجدها تخضع للعديد من الإجراءات الفنية المطلوبة في مجال الصناعة المالية المعاصرة، وكذلك الشروط التنظيمية والقواعد القانونية مع إلزامية التقيد بضوابط واحكام الشرعية الإسلامية، ولتوضيح ذلك سنتطرق إلى العناصر التالية:

1- الإجراءات الفنية لعملية إصدار الصكوك الإسلامية:

لكي نفهم عملية إصدار الصكوك الإسلامية، يجب أن نحدد مفهومها ومختلف الأطراف المشاركة في عملية الإصدار والإجراءات الفنية وخطواتها اللازمة وذلك على النحو التالي:

1-1- تحديد مفهوم إصدار الصكوك الإسلامية : عملية إصدار الصكوك تسمى التصكيك وكذلك تسمى التوريق والتسديد وهي جميعها بمعنى واحد، فالتصكيك النسبة فيه إلى الصكوك وهو ما ينتج عن العملية المذكورة، والتوريق إلى الأوراق المالية والتسديد إلى السندات، والغالب في المصرفية يستخدم لفظ التصكيك، وسنحدد مفهوم الإصدار بعد توضيح ما يلي:

أ-التوريق: ((يطلق عليه التصكيك والتسديد وهو تقسيم ملكية الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها¹)). (نقوم بدراستها بتوسع أكبر في الفصل السادس-الهندسة المالية الإسلامية).

ب- عقد الإصدار: ((هو العقد الذي يصدر صك الاستثمار على أساسه²)).

هي عملية إصدار صكوك إسلامية من جهة راغبة في الاستثمار، ويتم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، واستخدام حصيلتها المالية بعد إتمام عملية الشراء ودفع الثمن بإحدى صيغ الاستثمار أو عمليات التمويل الشرعية.

كما يقصد بعملية إصدار الصكوك الإسلامية بأنها طرح للاكتتاب في الصكوك المصدرة، وهذا من خلال توجيه مصدر الصكوك الراغب في عملية الاستثمار أو استخدام الحصيلة المالية بإحدى صيغ التمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، موجهة إلى جمهور المكتتبين، تعرض عليهم الدخول معه في عقد من العقود الشرعية، ويكون الاكتتاب في الصكوك المصدرة بدفع القيمة المالية لها وترجم العملية بعقد الإصدار³.

1-2-مراحل تنظيم عملية إصدار الصكوك الإسلامية: تُنظَّم عملية إصدار الصكوك الإسلامية عبر المراحل التالية⁴:

أ-إعداد تصور شامل على العملية الاستثمارية التي تتطلب التمويل بواسطة: الصكوك وإيجاد الهيكل التنظيمي المناسب لها، ودراسة وضبط كل الجوانب القانونية والإجراءات التنظيمية، ودراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار، وهذا يتم عن طريق نشرة الإصدار، ويتزامن هذا كله مع وضع اللوائح والنظم والاتفاقيات التي تحدد وتضبط حقوق وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة بالعملية الاستثمارية التي يجب أن تختار بطريقة تعزز الثقة لدى المكتتبين، وتتم هذه العملية من طرف الجهة القائمة على عملية إنشاء الصكوك سواء كانت من طرف الجهة الممولة (بعض المصارف أو المؤسسات المالية) أو من طرف الشركات المحتاجة للتمويل، وتستعين الجهات الراغبة في عملية إنشاء الصكوك بمكاتب مختصة ذات خبرة ودراسة لتقوم بعملية تنظيم والإشراف على مرحلة الإصدار مقابل عمولة و أجر، زيادة عن هذا يجب الاستعانة بهيئة شرعية إسلامية تتولى ضبط الأحكام الشرعية المتعلقة بنوعية الاستثمار والإصدار؛

ب-شركة ذات الغرض الخاص: يجب تأسيس شركة ذات الغرض الخاص لتمثل حملة الصكوك، وتكون ذات شخصية اعتبارية مستقلة، وتقوم بشراء الموجودات (الأصول) لتغطية الوحدات المصدرة، ويجب أن تؤسس في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتعمل على

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، مرجع سابق، ص: 489

² - نفس المرجع، ص: 489

³ - حسين حامد حسين، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات، وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها"، مرجع سابق، ص: 21

⁴ - وليد خالد الشاذلي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية" ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "المؤسسات المالية الإسلامية"، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 920-921

إدارة مختلف العلاقات بالجهات ذات الصلة؛

ج- تهدف عملية طرح الصكوك للاكتتاب هو جمع الأموال بعد دفع وتحصيل ثمن الصكوك التي تمول بها الموجودات المثلثة للصكوك؛

د- تتم عملية تسويق الصكوك الإسلامية بإحدى الطرق التالية:

- من خلال الطرح المباشر لجمهور المكتتبين؛

- بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة واحدة إلى المستثمر الذي قد يكون مصرفاً أو مؤسسة مالية استثمارية؛ ليتم بعدها التسويق والبيع للجمهور الذي يريد عملية الشراء أي الاكتتاب.

هـ- تجتهد الجهة المصدرة للصكوك للعمل على التغطية الكاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية متخصصة ذات خبرة عالية تتعهد من خلالها بتغطية الاكتتاب المطروح للجمهور، حيث يباع لها هذا الإصدار بسعر يكون عادة بأقل من القيمة الاسمية، لتتمكن من تحقيق الربح المجزي، ويتم التعهد بالشراء بقيم متعدد نذكر منها:

- القيمة السوقية لموجودات (أصول) الصكوك الإسلامية؛

- القيمة العادلة للموجودات حسب تقديرات الخبراء والفنيين؛

- يتم الاتفاق على سعر الشراء عند تنفيذه لا قبله؛

- يمكن أن يتم الشراء بالقيمة الاسمية للصكوك؛

2- الإجراءات التنظيمية والقانونية لإصدار الصكوك الإسلامية

للمحافظة على حقوق حملة الصكوك (المستثمرون) من جهة، ومُصدِّرو الصكوك من جهة أخرى وفي كيفية التعامل بهذه الصكوك، يجب أن تعمل الحكومات على خلق إطار تشريعي لقوانين تنظم العملية، وكذلك تنظيمات داخلية تتولى الإشراف والتسيير والرقابة، للمحافظة على النظام داخل سوق رأس مالي ومعاقبة كل الأعمال الغير اخلاقية من غش وتدليس تضر بمصلحة الأطراف المعنية بالعملية ويمكن توضيح ذلك في النقاط الأساسية التالية:

2-1- أهمية إيجاد الإطار القانوني لتنظيم التعامل بالصكوك الإسلامية: يمكن تحديد الأهمية التنظيمية في إيجاد إطار تشريعي قانوني في النقاط التالية:

أ- وجدت الصكوك الإسلامية كأداة مالية حديثة ناتجة على تطور الصناعة المالية الإسلامية، ولتنظيم أسس التعامل بها في إطار قانوني موحد بعيداً عن الخلافات العملية في التطبيق؛

ب- لحماية أموال الأفراد والمؤسسات ذات الفائض المالي، والتي تجذب لها الكثير من الأفراد أو الشركات ذات العجز المالي المحتاجة لتوظيف هذه الأموال على طريق الصكوك الإسلامية، لا بد من إيجاد إطار تشريعي قانوني يحافظ على هذه الأموال من التلاعب أو الغش؛

ج- الصكوك الإسلامية متنوعة بحسب صيغة العقد الذي تأسس عليه، من مشاركة ومضاربة وإجارة واستصناع، وكذلك تتنوع مجالات توظيفها والجهة التي تقوم بعملية الإصدار، ولهذا وجود إطار قانوني أساسي ينظم مختلف التعاملات بهذه الصكوك يعد من باب التنظيم وعدم تداخل مختلف المراحل الفنية لهذه الصكوك؛

د- لا يمكن لأي جهة سواء كانت شركة معنوية أو أفراداً طبيعيين من القيام بإصدار صكوك قابلة للتداول لتلبية احتياجاتها التمويلية، إلا في إطار نظام قانوني يحدد الكيفيات والأحكام والشروط المتعلقة بعملية إصدار الصكوك، وتداولها داخل السوق المالي والحقوق والواجبات للمستثمرين والمصدرين؛

هـ- إن عملية ضبط وتنظيم الجهة المصدرة للصكوك بمواد قانونية عامة، يعمل على توحيد قواعد وإجراءات إصدار الصكوك الإسلامية وطرحها للاكتتاب العام؛

و- للصكوك الإسلامية خصوصية ضبطها وتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، لا يكفي لوحده حتى تنضبط مختلف المعاملات المتعلقة بها وهذا لوجود أسباب نذكرها كالتالي:

السبب الأول: وجود قوانين عامة تحددها الدولة في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية تتلاءم مع مختلف الظروف والحالات المرتبطة بزمان ومكان العملية، للحفاظ على المصالح العامة للدولة والمجتمع والأفراد.

السبب الثاني: إن مختلف الإجراءات الفنية لأنواع الصكوك وطبيعة الأنشطة المخصصة لها يجب أن تنظم بطرق فنية مالية حديثة سواء من جهة الإصدار أو الاكتتاب أو التداول ويجب أن تكون خطواتها العملية لا تتنافى مع الضوابط الشرعية المتفق عليها.

2-2- قانون تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية: لإجراء عملية الإصدار هناك قوانين وتشريعات ولوائح تنظيمية يجب أن تتبع للحفاظ على حقوق وواجبات مُصدري الصكوك الإسلامية، والمُكتسبين فيها، لتتمكن من تحقيق الأهداف المرجوة من وجودها، وللتوضيح أكثر نستدل ببعض الإجراءات القانونية لبعض الدول العربية التي خصصت قوانين خاصة بالصكوك الإسلامية كقانون المملكة الأردنية الهاشمية رقم (30) لعام 2012 المسمى "قانون صكوك التمويل الإسلامي"، التي تعتبر الإطار التشريعي والقانوني للتمويل بالصكوك الإسلامية¹ إذ تنص المادة (3) أ: ((يعين في مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية أربعة مفوضين غير متفرغين من الخبراء الاقتصاديين والماليين في الاقتصاد الإسلامي.....)).

كما تنص المادة (3) د، يتولى مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المهام والصلاحيات التالية:

((1- رسم السياسة العامة لإصدار صكوك التمويل الإسلامي وتقييم إصداراتها ومتابعتها.

2- إعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة إصدار بحسب خصوصية صيغ صكوك التمويل الإسلامي والنماذج اللازمة لذلك.

3- الموافقة على نشرة الإصدار.

4- التأكد من الالتزام بالقرارات الصادرة عن الهيئة.

5- التأكد من تضمين نشرة إصدار آراء الهيئة أو ملاحظتها.)).

كما تنص المادة 4 من نفس القانون على: ((أ- تشكيل هيئة الرقابة الشرعية المركزية.

ب- يشارك في اجتماعات الهيئة ثلاثة من ذوي الخبرة العملية في مجال الأوراق المالية بصفة مراقبين ليس لهم حق التصويت.....)).

كما تنص المادة 5: من نفس القانون على:

تتولى هيئة الرقابة الشرعية المركزية على المهام والصلاحيات التالية:

((أ- إبداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الإسلامي المراد إصدارها بما في ذلك نشرة الإصدار ورفعها للمجلس.

ب- التحقق من استمرار التعامل في صكوك التمويل الإسلامي من الإصدار إلى الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها

وذلك بناء على تقارير تطلبها الجهات ذات العلاقة.))

كما تنص المادة 8/((أ- تصدر صكوك التمويل الإسلامي بموجب أي من العقود التالية:

1- الإجارة، 2- المضاربة أو المقارضة، 3- المراجعة، 4- المشاركة، 5- السلم، 6- الاستصناع، 7- بيع حق المنفعة، 8- أي عقد

آخر تجيزه الهيئة.))

كما تنص المادة 8/((ج- يشترط لإصدار صكوك التمويل الإسلامي موافقة المجلس بعد إجازة الهيئة لها.))

كما تنص المادة 9:((أ- تكون صكوك التمويل الإسلامي قابلة للتداول في السوق المالي، ويكون لمالكها جميع الحقوق والالتزامات

والتصرفات المقررة شرعا.

ب- تستمر ملكية صكوك التمويل الإسلامي باستمرار المشروع أو إلى حين إطفائها أيهما أسبق.

¹ - الجريدة الرسمية، قانون رقم (30) لسنة 2012، قانون صكوك التمويل الإسلامي، ص-ص: 4246-4257

- ج- تحدد النسبة المستحقة من العائد المتوقع لمالكي صكوك التمويل الإسلامي وفقاً لنشرة الإصدار.))
- كما تنص المادة 10: ((أ- يجوز بمقتضى هذا القانون للجهة الراغبة في إصدار صكوك التمويل الإسلامي إنشاء شركة ذات غرض خاص تقوم بتملك الموجودات أو المنافع أو الحقوق التي تصدر مقابلها صكوك التمويل الإسلامي.
- ب- يتم تسجيل الشركة ذات الغرض الخاص لدى مراقب عام الشركات وتنظم الشؤون المتعلقة بما بمقتضى نظام يصدر لهذه الغاية.
- ج- لا يجوز نقل ملكية الموجودات للشركة ذات الغرض الخاص إلا لغايات إصدار صكوك التمويل الإسلامي.
- د- تتولى الشركة ذات الغرض الخاص بحسب نشرة الإصدار ما يلي:
- 1- تملك المشروع لغايات التصكيك وإصدار صكوك التمويل الإسلامي.
 - 2- إدارة المشروع ومتابعة شؤونه.
 - 3- متابعة توزيع العائد على حملة صكوك التمويل الإسلامي.
- هـ- تنتهي ملكية الشركة ذات الغرض الخاص للمشروع في الحالات التي تحددها نشرة الإصدار.))
- كما تنص المادة 11 من نفس القانون على: ((مع مراعاة أحكام المادة (8) من هذا القانون، يجوز للجهات التالية إصدار صكوك التمويل الإسلامي مباشرة أو من خلال الشركة ذات الغرض الخاص التي تنشأ لهذه الغاية:
- أ- الحكومة.
- ب- المؤسسات الرسمية العامة و المؤسسات بعد أخذ موافقة مجلس الوزراء.
- ج- البنوك الإسلامية.
- د- الشركات التي تقدم خدمات التمويل الإسلامي.
- هـ- الشركات والمؤسسات التي تحصل على موافقة المجلس.))
- ما نصت المادة 12 على: ((على الرغم مما ورد في أي تشريع آخر، يكون للمشروع الذي تم إصدار صكوك التمويل الإسلامي لتمويله أو لتسييله وفق أحكام هذا القانون ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية العامة للجهة المصدرة ولا تكون الجهة المصدرة مسؤولة عن التزامات المشروع إلا في حدود مساهمتها في رأسماله.))
- و المادة 13/ ((أ- يشترط في المشروع الذي تصدر صكوك التمويل الإسلامي لتمويله أو لتسييله ما يلي:
- 1- أن يكون مدردا للدخل.
 - 2- أن يكون مستقلاً عن المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة.
 - 3- أن يكون له حسابات مالية مستقلة تظهر في نهاية السنة المالية مركزه المالي ونتائج أعماله.
- ب- يتولى تدقيق حسابات المشروع محاسب قانوني أو أكثر تعينه الجهة المصدرة، على أن تصدر البيانات المالية للمشروع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعتمدة للبنوك الإسلامية الأردنية وفق أحكام التشريعات النافذة.))
- كما نصت المادة 14/ ((أ- ((تنظم عملية إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها وطرحها والاكتتاب بها وتغطيتها وإدراجها وتداولها وأي أمور تتعلق بالتعامل بها بموجب تعليمات تصدر عن المجلس أو بموافقته.
- ب- تقوم الجهة المصدرة بطرح صكوك التمويل الإسلامي بموجب نشرة الإصدار.
- ج- تتحمل الجهة المصدرة لصكوك التمويل الإسلامي مسؤولية صحة المعلومات الواردة في نشرة الإصدار ودقتها وشموليتها وأي معلومات أو بيانات أخرى يتم الإفصاح عنها.
- د- تصدر الصكوك التمويل الإسلامي بالدينار الأردني أو بأي عملة من العملات الأجنبية وذلك مع مراعاة أحكام التشريعات النافذة.
- هـ- يجب أن تتضمن نشرة الإصدار ما يلي حداً أدنى:

1- القيمة الاسمية للإصدار.

2- النص على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

3- الإشارة إلى وجود قرار صادر عن الهيئة يعتمد آلية الإصدار ومراقبة تنفيذه طيلة مدة الإصدار.

4- مشاركة مالك صك التمويل الإسلامي في الغنم والغرم بحسب نوع الصك وصيغته.

5- بيان الجدوى الاقتصادية أو الاجتماعية أو الدوافع أو المصلحة من إنشاء المشروع أو تطويره.

6- تحديد مدة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع.

7- نسب توزيع العوائد المتوقعة من المشروع.

8- مواعيد الطرح للاكتتاب وإقفاله ومواعيد دفع الأرباح وإطفاء صكوك التمويل الإسلامي.

9- تحديد المدة الزمنية التي بانقضائها يتعين إعادة الأموال لمالكي صكوك التمويل الإسلامي في حال عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب آخر.

10- فئات صكوك التمويل الإسلامي ومدى قابليتها للتجزئة.

11- أسماء مديري الإصدار ووكلاء البيع إن وجدوا.

12- الأسباب التي تستوجب الإطفاء المبكر ومعالجة التعثر في حالة وقوعه وكيفية تسوية حقوق مالكي صكوك التمويل الإسلامي وتحديد النزاعات.

13- أي متطلبات أخرى يرى المجلس إضافتها.))

كما نصت المادة 15: ((أ- يعين في نشرة الإصدار أمين للإصدار يرعى حقوق مالكي صكوك التمويل الإسلامي ويتعاون مع ممثليهم في حماية هذه الحقوق.

ب- يحدد في نشرة الإصدار بنك مرخص ليكون وكيل الدفع يتولى توزيع العوائد ودفع قيمة الإصدار حسب نشرة الإصدار.

ج- يجوز أن يكون لصكوك التمويل الإسلامي متعهد تغطية واحد أو أكثر.

د- يجوز أن يكون لصكوك التمويل الإسلامي متعهد إعادة شراء أو متعهد استرداد بما لا يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.))

المادة 16: ((تشكل هيئة مالكي صكوك التمويل الإسلامي تتولى تمثيلهم ومتابعة مصالحهم لدى جميع الجهات ذات العلاقة وفقا لتعليمات يصدرها المجلس وبما يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.))

المادة 17: ((أ- على الرغم مما ورد في أي تشريع آخر، يجوز للحكومة ولأي مؤسسة رسمية عامة أو مؤسسة عامة ما يلي:

1- إنشاء شركة أو أكثر ذات غرض خاص.

2- نقل ملكية أي من موجوداتها إلى الشركة المشار إليها في البند (1) من هذه الفترة لغايات إصدار صكوك التمويل الإسلامي حصرا وفق أحكام هذا القانون.

ب- في حال عدم اكتمال إصدار صكوك التمويل الإسلامي لعدم التغطية أو لأي سبب آخر أو في حال إطفائها تعاد جميع موجودات الشركة المشار إليها في الفقرة (أ) من هذه المادة إلى الجهة المعنية.))

المادة 18: ((أ- تعتبر صكوك التمويل الإسلامي التي تصدرها الحكومة مباشرة أو بوساطة الشركة ذات الغرض الخاص صكوكا حكومية.

ب- يحدد حجم صكوك التمويل الإسلامي التي يجوز للحكومة أو لأي مؤسسة رسمية عامة أو مؤسسة عامة إصداره سنويا في قانون الموازنة العامة أو قانون موازنات الوحدات الحكومية.))

- المادة 19: ((أ- تخضع عملية تسجيل نشرة الإصدار وإنفاذها لموافقة المجلس وفقاً لتعليمات يصدرها لهذه الغاية تراعى فيها مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها وفق ما تقرره الهيئة.
- ب- مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها:
- 1- يتم إدراج صكوك التمويل الإسلامي وتداولها في السوق المالي أو أي سوق آخر وفقاً للتشريعات النافذة.
- 2- يتم تسجيل صكوك التمويل الإسلامي وإيداعها في المركز وفقاً للتعليمات التي يصدرها لهذه الغاية.
- 3- يجوز إيداع صكوك التمويل الإسلامي وتقاصها وتسويتها لدى أي من بيوت التقاص العالمية التي يتم اعتمادها من المجلس.))
- المادة 20: ((على الرغم مما ورد في أي تشريع آخر:
- أ- تعفى الشركة ذات الغرض الخاص مما يلي:
- 1- جميع الرسوم بما فيها رسوم تسجيل الشركات وترخيصها.
- 2- الدفع المسبق لرأس مالها قبل تسجيلها.
- 3- ضريبة بيع العقار ورسوم معاملات تسجيل الأراضي التي تجري بينها وبين الجهة التي انشأتها عند نقل ملكيتها أو إجراء أي تصرف بينهما.
- 4- جميع ضرائب ورسوم معاملات تسجيل الموجودات والمنافع التي تجري بينها وبين الجهة التي انشأتها عند نقل ملكيتها أو إجراء أي تصرف بينهما.
- ب- تعفى معاملات صكوك التمويل الإسلامي من جميع الضرائب والرسوم بما في ذلك ضريبة الدخل والضريبة العامة على المبيعات ورسوم طوابع الواردات.
- ج- لا تخضع الأرباح الناشئة عن الاستثمار في صكوك التمويل الإسلامي لضريبة الدخل.))
- المادة 21: ((أ- لغايات الاستفادة من الإعفاءات المنصوص عليها في الفقرة (أ) من المادة (20) من هذا القانون، تقدم الشركة ذات الغرض الخاص والجهة التي انشأتها تعهداً إلى المجلس يتضمن الالتزام بما يلي:
- 1- إصدار صكوك التمويل الإسلامي خلال مدة لا تزيد على سنة من تاريخ نقل ملكية الموجودات أو المنافع إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
- 2- إطفاء صكوك التمويل الإسلامي خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار.
- ب- للمجلس بناء على طلب الشركة ذات الغرض الخاص تمديد المدد المشار إليها في الفقرة (أ) من هذه المادة.
- ج- إذا خالفت الشركة ذات الغرض الخاص أحكام هذه المادة تلتزم بدفع الرسوم والضرائب المنصوص عليها في الفقرة (أ) من المادة (20) من هذا القانون.))
- المادة 22: ((أ- يجوز تداول صكوك التمويل الإسلامي خارج السوق المالي وفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس بموافقة الهيئة.
- ب- يجوز للحكومة ولأي مؤسسة رسمية عامة أو مؤسسة عامة ولأي جهة أخرى مصدرة لصكوك التمويل الإسلامي تأسيس صندوق لمواجهة مخاطر الاستثمار في المشروع على أن توزع موجودات هذا الصندوق عند الإطفاء على مالكي صكوك التمويل الإسلامي بقرار مشترك من المجلس والهيئة على أن يضمن في نشرة الإصدار.
- ج- مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، تطبق أحكام قانون الأوراق المالية وأحكام القوانين ذات العلاقة بالمشروع الذي يتم تمويله أو تسويله على كل حالة لم يرد النص عليها في هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.))
- ان السرد المتتالي لمجموع القوانين المنظمة لإصدار الصكوك الإسلامية اصداراً وتعاملاً لتوضيح أهميته في تسيير وجذب الوسطاء الماليين والمكتسبين الى مثل هذا النوع من الصكوك وزيادة المصدقية والأمان في التعامل بمثل هذه الادوات المالية الإسلامية.

ويعتبر القانون الاردني رقم (30) لسنة 2012، "قانون صكوك التمويل الإسلامي" من أفضل القوانين المتواجدة في البلاد العربية او الإسلامية.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تمهيد:

لإجراء عملية إصدار الصكوك وتداولها العديد من الشروط الواجب توافرها في الطرف المصدر للصكوك الإسلامية، على اعتبارهم جهة أساسية في العقود التي تبنى على أساسها إجراءات إصدار الصكوك وهو ما يعرف بشروط الإصدار التي يجب أن تتضمنها نشرة الإصدار.

1- الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

-ومن أهم الشروط الواجب توافرها في عملية إصدار الصكوك الإسلامية هو التقيد بأحكام الشرعية الإسلامية ومبادئها المتمثلة في: الرضا والإيجاب الشرعي الذي يبدأ من قبول العقد تام الأركان الشرعية والذي تترتب عليه آثار العقد على المصدر والمكتتب، ويعتبر هذا الأخير قابلاً للعقد بجميع شروطه، وأحكام نشرة الاكتتاب.

-ومن أهم الضوابط الشرعية الإسلامية الواجب توافرها لإصدار الصكوك الإسلامية والموافقة لما جاءت به هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في موادها الخاصة بإصدار الصكوك حسب الصيغ المتعامل بها وفق الشريعة الإسلامية نذكر ما يلي:¹

1- إصدار الصكوك الاستثمارية:

- أ- يجوز إصدار صكوك لإستثمار حصيلة اكتتابها عقد من إحدى عقود الإستثمار الشرعية؛
- ب- يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وهذا بإجراء عملية تقسيمها إلى حصص متساوية ويتم إصدار الصكوك بقيمتها، أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض التداول؛
- ج- لا يجوز تصكيك (توريق) الديون في الذمم لغرض تداولها؛
- د- عقد الإصدار يترتب عليه جميع آثار العقد الذي على أساسه يصدر الصك وهذا بعد إقفال باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك المصدرة؛

هـ- يعد طرفي عقد الإصدار هما مُصدر الصكوك والمُكتَتَبُون فيها؛

و- إن العلاقة بين طرفي عقد الإصدار تتحدد حسب نوع العقد وصفته الشرعية، ويمكن إجراء تفصيل لذلك كما يلي:

a- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: المصدر لتلك الصكوك هو بائع لعين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، ويعتبر المكتتبون فيها هم المستثمرون لها، وتعد حصيلة الاكتتاب هو ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك هذه الموجودات على الشيوع ومبدأ المشاركة فيما بينهم، على أساس الغنم والغرم.

b- صكوك ملكية المنافع:

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: المصدرة لتلك الصكوك هو بائع لمنفعة العين الموجودة، ويعتبر المكتتبون فيها هم المشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، وحملة الصكوك هم مالكو تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.
- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، ويعتبر المكتتبون فيها هم المشترون لها، وتعد حصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.
- صكوك ملكية الخدمات: المصدرة لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، ويعتبر المكتتبون فيها هم المشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.

واخيراً يستحق حملة صكوك بيع المنافع بأنواعها (أ، ب، ج) حصيلة إعادة بيع تلك المنافع.

c- صكوك السِّلَم: المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسعة السِّلَم، ويعد المكتتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هي

¹ - هيئة المحاسبة والرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، "إصدار الصكوك"، مرجع سابق، ص-ص: 472-476

ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السِّلْم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن سلعة السِّلْم الموازي إن وجد.

d-صكوك الاستصناع: المصدر لتلك الصكوك هو المصنع نفسه، ويعد المكتتبون فيها هم المشترون للمصنع، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء المصنع (رأس مال الاستصناع).

ومن خلال الجدول أدناه يمكن معرفة أنواع الصكوك الإسلامية حسب صيغ المعاملات المالية وفق الشريعة الإسلامية كالتالي:

الجدول رقم (4-1): أنواع الصكوك الإسلامية حسب صيغ المعاملات المالية الشرعية

الصيغة الصك	مصدر الصكوك	المكتتبون في الصكوك	حصيلة الاكتتاب	حملة الصكوك
صكوك السِّلْم	بائع سلعة السلم	مشترون سلعة السلم	ثمن شراء السلعة (رأس مال السِّلْم)	يملكون سلعة السِّلْم يستحقون ثمن بيع سلعة السِّلْم
صكوك الاستصناع	الصانع (البائع)	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	يملكون العين المصنوعة يستحقون ثمن بيعها العين المصنوعة
صكوك المربحة	بائع بضاعة المربحة	المشترون لبضاعة المربحة	تكلفة شراء البضاعة	يملكون سلعة المربحة يستحقون ثمن بيع سلعة المربحة
صكوك المشاركة	هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد	الشركاء في عقد المشاركة	حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة	-يملكون موجودات الشركة بغنمها وغرمها -يستحقون حصة من أرباح الشركة إن وجدت
صكوك المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	يملكون موجودات المضاربة. -الحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال -يتحملون الخسارة إن وقعت
صكوك الوكالة بالاستثمار	الوكيل بالاستثمار	هم الموكلون	المبلغ الموكل في استثمار	-يملكون ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها -يستحقون ربح المشاركة إن وجدت
صكوك المزارعة	أ- (مالكها أو مالك منافعها) ب- المزارع (صاحب العمل)	المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو غيرهم) أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتسابهم)	تكاليف الزراعة	يملكون الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض

صكوك المسافات	أ-صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر ب-المساقي (صاحب العمل)	المساقون في عقد المساقاة أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتسابهم)	تكاليف العناية بالشجر	الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار
صكوك المغارسة	أ-مالك أرض صالحة لغرس الأشجار ب-المغارس (صاحب العمل)	المغارسون في عقد المغارسة أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتسابهم)	تكاليف غرس الأشجار	الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر

المصدر/ من اعداد الباحث: بناءً على التعريفات السابقة

2- عقود إصدار الصكوك¹: -تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين المصدر الصك والمكتب فيه، وبمجرد انعقاد العقد تترتب عليه حقوق والتزامات بين طرفيها.

-تعتبر نشرة إصدار الصكوك بمثابة الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك بمثابة الإيجاب، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا تم التصريح في نشرة الإصدار على أنها إيجاب فتكون عندئذ إيجاباً ويصبح الاكتتاب قبولاً.

3- نشرة الإصدار²: كما يجب أن يتم في نشرة الإصدار مراعاة الخطوات التالية حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

أ- أن تتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن الأطراف المشاركة في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وهذا مثل: وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية ووكيل الدفع.... الخ كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

ب- يجب أن يحدد في نشرة إصدار الصكوك نوعية العقد الذي ستصدر على أساسه الصكوك (مثل الإجارة، أو المراجعة، أو السلم، أو الاستصناع، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المغارسة، أو المساقاة، أو بيع العين المؤجرة).

ج- يجب أن يستوفي العقد شروطه وأركانه التي سيصدر الصك على أساسه، ويجب أن لا يتضمن العقد ما يناهز مقتضاه أو يخالف أحكامه.

د- يجب أن ينص نشرة الإصدار صراحة على الالتزام وتطبيق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى اعتماد هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار ومراقبة تنفيذ طوال مدته.

هـ- يجب أن تنص النشرة على أن تتم عملية استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة لموجودات (أصول) بتطبيق إحدى الصيغ الاستثمارية الشرعية.

و- يجب أن تنص نشرة الإصدار بمراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (12) بخصوص الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة (بند 5/1/3) على مشاركة مالك كل صك في الغنم والغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

ي- أما فيما يخص الضمانات:

- يجب أن لا تشمل نشرة الإصدار على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه القيمة الاسمية للصك في غير حالات التعدي أو

¹ - هيئة المحاسبة والمراقبة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 477

² - نفس المرجع، ص-ص: 477-479

التقصير، ولا قدرا محددا من الربح.

- غير أنه يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل مع (مراعاة المعيار الشرعي رقم (5) بشأن الضمانات البند 6/6).
- كما يجوز لمصدر الصك تقديم مالمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في بعض حالات التعدي أو التقصير (مع مراعاة المعيار الشرعي رقم (12)، البند (3/4/1/3)، فيما يخص الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة والعقد الواردة فيه).
- يجوز أن تتعهد مؤسسة مالية بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك المصدرة، ويكون هذا الالتزام (من متعهد الاكتتاب) مبنيا على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى عمولات مقابل ذلك التعهد (مع مراعاة المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة).
- يجوز أن تصدر الصكوك لفترات زمنية مختلفة الآجل (قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة) مع الانضباط بالقواعد الشرعية، ويمكن أن يتم الإصدار دون تحديد الأجل، وهذا تماشيا مع طبيعة العقد الذي يتم الإصدار على أساسه.
- يجوز لمصدر الصكوك أو حملتها تنظيم تماشي مع أحكام الشريعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمتها من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي)، وذلك بدفع أقساط من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك (لا مانع من الناحية الشرعية من اقتطاع نسبة محددة من العائد).

2- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك واستردادها

لتداول الصكوك الإسلامية واستردادها تقنيات فنية تتميز بها داخل السوق المالية الإسلامية، ويجب أن تكون مضبوطة حسب القواعد والأسس الشرعية، ويمكن ذكر ما جاء في قرارات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المتعلقة بإصدار الصكوك وعملية تداولها من الناحية الشرعية¹:

- 1- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات (الأصول الفعلية) من أعيان أو منافع أو خدمات، وهذا بعد عملية قفل باب الاكتتاب للمستثمرين، وتخصيص الصكوك المكتتبه وبدء النشاط الفعلي.
- أما قبل بدء النشاط الفعلي فيجب الأخذ بعين الاعتبار الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما يجب أن تراعى أحكام الديون إذا تمت عملية التصفية وكانت الموجودات لا زالت ديونا، أو تم البيع بثمن مؤجل ما تمثله الصكوك.
- 2- يجوز في الصكوك القابلة للتداول أن يتعهد مصدر الصك في بيان نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد أن تتم عملية الإصدار، بسعر السوق، وفي نفس الوقت لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
- 3- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة فنية في حدود الضوابط الشرعية كالقيد في السجلات، أو الوسائط ومختلف الوسائل الالكترونية أو عملية المناولة إذا كانت لحاملها.
- 4- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات (الأصول) المؤجرة فعلا أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد أن تتم عملية تملك حملة الصكوك للموجودات حتى نهاية أجلها.
- 5- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات (الأصول) المؤجرة من مصدرها قبل أجل استحقاقها بالسعر السوقي المتداول، أو بالسعر المتفق عليه بين الطرفين (حامل الصك ومصدره) عند الاسترداد.
- 6- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات أو الأصول) المعينة قبل إعادة إيجارها (الأعيان)، فإذا تمت إعادة الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي عندئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فحينئذ تخضع عملية التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 479-482

- ٥٧- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات أو الأصول) المعينة من حاملها بعد عملية التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أو بالثمن الذي يتفق عليه العاقدان عند الاسترداد، بشرط أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً (يمكن الاطلاع على المعيار الشرعي رقم (9) المتعلق بالإجارة والإجارة المنتهية بالتملك).
- ٥٨- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تحديد وتعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بعد الأخذ بالاعتبار ضوابط عملية التصرف في الديون فإذا تم تعيين العين جاز تداول الصكوك.
- ٥٩- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إجارة تلك الخدمات، فإذا تمت إعادة الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي عندها دين في ذمة المستأجر الثاني فحينئذ تخضع عملية التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- ٥١٠- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تحديد وتعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بعد الأخذ بالاعتبار ضوابط التصرف في الديون فإذا تم تعيين الطرف الموصوف وتحديد جاز تداول الصكوك.
- ٥١١- يجوز إجراء إجارة موازية على عين (أصل) بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك في الصور والحالات المشروعة في الفقرتين السابقتين (8،10) أو خدمة بشرط عدم إجراء الربط بين عقدي الإجارة.
- ٥١٢- يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان (الأصول) (الموجودات) المعينة أن يتم بيعها أيضاً ويمكنه إصدار صكوك بذلك.
- ٥١٣- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذ تم تحويل النقود إلى أعيان (أصول أو موجودات) مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع.
- أما تم دفع حصة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تم تسليم العين (الأصل) المصنعة للمستصنع فإم عملية تداولها يجب أن تراعي أحكام التصرفات في الديون.
- ٥١٤- لا يجوز تداول صكوك السِّلَم.
- ٥١٥- لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد عملية تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما في الفترة الزمنية الممتدة من بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز تداولها.
- ٥١٦- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد عملية قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط الفعلي في الأعيان (الأصول والموجودات) والمنافع.
- ٥١٧- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وعملية تخصيص الصكوك وتحديد جاز تداولها وبدء النشاط الفعلي إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض.
- أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا تم التداول بعد ظهور صلاح الزرع أو الثمر.
- ٥١٨- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد عملية قفل باب الاكتتاب، وتحديد وتخصيص الصكوك وبدء النشاط الفعلي سواء كان حملة الصكوك من ملاك الأرض أو من الملتزمين بالغرس.

المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية الإسلامية الماليزية

تمهيد:

سندرس في هذا المبحث تحليل احصائيات الصكوك الإسلامية من حيث التركيبة القطاعية والتقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية، والتطور الكمي السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية، ثم نتطرق الى أخذ لمحة عن السوق المالية الإسلامية الماليزية ومراحل خططه التنموية، ثم ندرس النظام المالي الماليزي، والنظام المصرفي، وسوق رأس المال الماليزي، وسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ودراسة أثر الصكوك كأداة مالية إسلامية في سوق رأس المال الماليزي.

وقسم هذا المبحث الى ثلاثة مطالب وهي:

المطلب الاول: تحليل واقع تطور الصكوك الإسلامية

المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية الماليزية

المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

المطلب الأول: تحليل واقع تطور الصكوك الإسلامية

تمهيد:

سنتطرق في هذا المبحث الى التطورات الكمية لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب التقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية ، ثم نتطرق الى التركيبة القطاعية، وفي الأخير الى التطور السنوي الكمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية.

1-الاتجاه الكمي لتطور اصدارات الصكوك الإسلامية(الجغرافي والقطاعي)

أخذت الصناعة المالية الإسلامية في العقود الثلاثة الأخير في التطور والتوسع سواءً في التقسيم الجغرافية العالمية او في التقسيم القطاعية للمالية الإسلامية، وبأخذنا لعينة احصائية كاملة لسنة 2019 لتوضح لنا الأرقام مدى التطور الذي شهدته الصناعة والخدمات المالية الإسلامية على مختلف أنواع الأصول من أصول بنكية ، وصكوك إسلامية، وصناديق استثمارية إسلامية، والخدمات المالية للقطاع التكافلي الاسمي، على مختلف الدول الإسلامية والعالمية، والجدول والشكل أدناه يوضح الآتي:

1-1- التقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية

تتميز الصناعة المالية الإسلامية بحداتها مقارنة بالتقليدية، الا أن ما ميزها في العقد الأخير بعد الأزمة المالية العقارية، هو تنوعها وزيادة حجم مبالغ أصولها وخاصة القطاع المصرفي والصكوك الإسلامية ، وحجم أقل في الصناديق الاستثمارية الإسلامية وقطاع التأمين التكافلي الإسلامي، وأخذنا الاحصائيات السنوية لعام 2019 لإظهار بالأرقام مدى توسع هذه الصناعة وبداية توسع استعمالها حتى من طرف النظم المالية التقليدية ولو كان لازال محدوداً.

والجدول والشكل أدناه يبين التقسيم الجغرافية لمناطق تركز صناعة الخدمات المالية الإسلامية، والقطاعات الخدمية المستحوذة عليها.

الجدول رقم (4-2):التقسيم الجغرافية لصناعات الخدمات المالية الإسلامية لعام 2019*(بالمليار دولار)

المنطقة / القطاع	الأصول البنكية	الصكوك المستحقة	أصول الصناديق الاستثمارية	التأمين التكافلي	المجموع	نسبة المساهمة
مجلس التعاون الخليجي*	854,0	204,5	36,4	11,70	1106,6	45,4%
جنوب شرق آسيا*	240,5	303,3	26,7	3,02	573,5	23,5%
الشرق الأوسط* وجنوب آسيا*	584,3	19,1	16,5	11,36	631,3	25,9%
افريقيا	33,9	1,8	1,6	0,55	37,9	1,6%
مناطق اخرى	53,1	14,7	21,1	0,44	89,3	3,7%
المجموع	1765,8	543,4	102,3	24,07	2438,6	100%
نسبة المساهمة	72,4%	22,3%	4,2%	1,1%	100%	/

المصدر: ¹ اعداد الباحث اعتمادا على:

Islamic Financial Services Board (IFSB) ;Islamic Financial Services Industry-Stability Report 2020;Kuala Lumpur ;Malaysia ;July 2020;p12.

*-البيانات المتعلقة بالصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية خاصة بكامل عام 2019، اما بيانات البنوك (Q3) من عام 2019، والتأمين التكافلي بياناته تتعلق بنهاية عام 2018 .

* جنوب آسيا: هي المنطقة الجنوبية من آسيا، وتتكون من أفغانستان، بنغلاديش، بوتان، الهند، جزر المالديف، نيبال، باكستان، وسريلانكا.

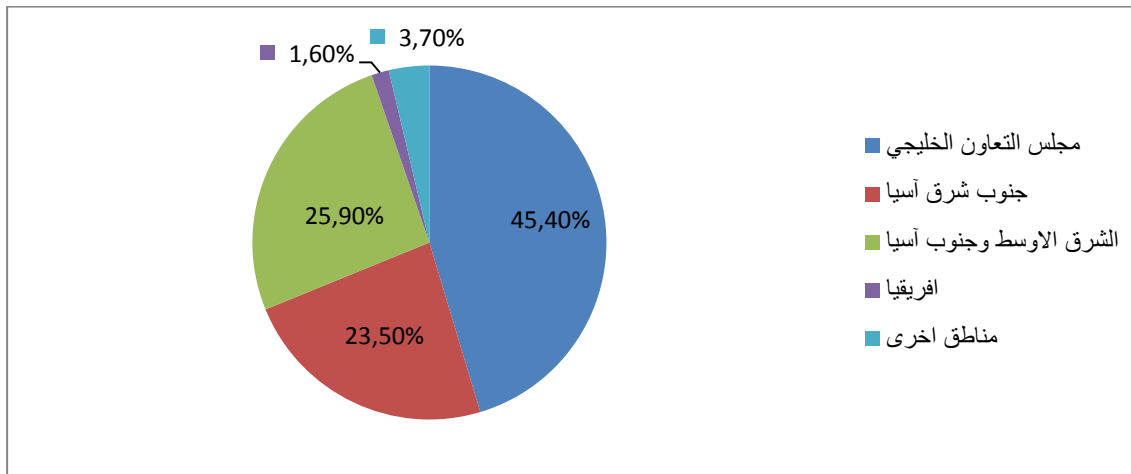
* مجلس التعاون الخليجي: يتشكل من المملكة العربية السعودية وسلطنة عمان والإمارات العربية المتحدة ودولة الكويت ودولة قطر ومملكة البحرين، تأسس في 25 مايو 1981م.

*جنوب شرق آسيا البري: والتي تعرف أيضا باسم شبه جزيرة الهند الصينية، التي تضم كمبوديا، لاوس، ميانمار، شبه الجزيرة الماليزية، تايلاند، وفيتنام.

*جنوب شرق آسيا البحري: المعروف أيضا باسم أرخبيل الملايو، وتضم جزر أندمان ونيكوبار(الهند)، وبروناي، وبورنيو الماليزية، وتيمور الشرقية، وإندونيسيا (باستثناء غينيا الجديدة الغربية، والتي تعتبر جزءا من أوقيانوسيا) الفلبين وسنغافورة.

* الشرق الأوسط: تضم بلاد الشام وشبه الجزيرة العربية والأناضول (بما في ذلك تركيا الحديثة وقبرص) ومصر وإيران والعراق ..

الشكل رقم (4-7): التقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية



من اعداد الباحث اعتمادا على: الجدول رقم (4-2)

من خلال ملاحظتنا للأرقام الاحصائية لسنة 2019 للجدول رقم (-)، والشكل رقم () أعلاه للصناعة المالية الإسلامية نجد الآتي:

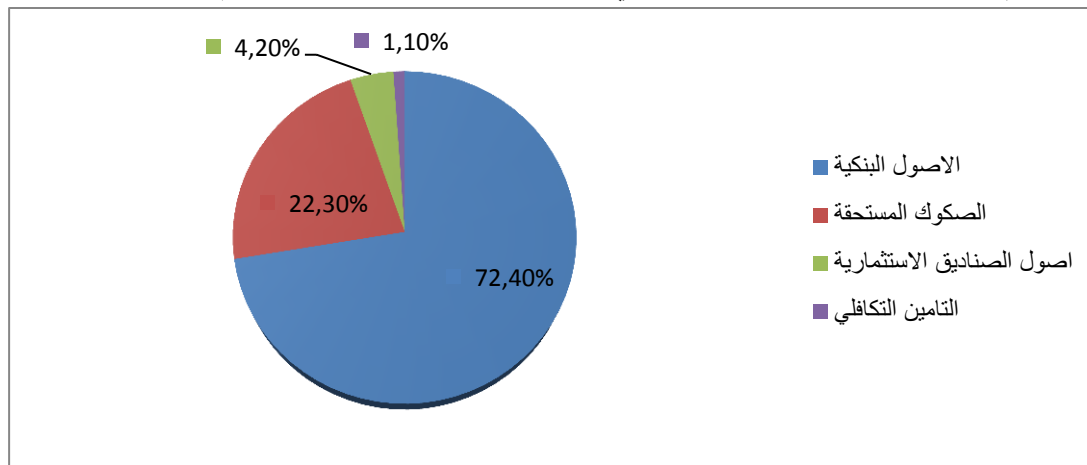
- التقسيم الجغرافية تبين هيمنة دول مجلس التعاون الخليجي (خاصة المملكة العربية السعودية) بحجم اجمالي لمختلف الصناعات المالية الإسلامية يقدر بـ (1,106.6 مليار دولار) ما يعادل نسبة 45,4% من المجموع الكلي لحجم الاصول لمختلف الصناعات المالية الإسلامية والمقدر بـ (2,438.6 مليار دولار) ، و في المرتبة الثانية دول الشرق الأوسط وجنوب آسيا مجتمعة بحجم اجمالي للأصول المالية الإسلامية المقدرة بـ (631.3 مليار دولار) ما يعادل نسبة 25,9% من المجموع الكلي، وفي المرتبة الثالثة نجد دول جنوب شرق آسيا بحجم اجمالي للأصول المالية الإسلامية والبالغ حوالي (573.5 مليار دولار) أي ما يقابل نسبة مقدرة بـ 23,5% من مجموع مبلغ الاصول الاجمالي السنوي، اما المبلغ الباقي من حجم الاصول للمالية الإسلامية والمقدر بـ (126.8 مليار دولار) مقابل نسبة لم تتعدى 5,3% فتعود الى بعض البلدان الافريقية المسلمة ومناطق متفرقة من العالم.

- يعتبر المبلغ الاجمالي لحجم اصول الصناعة الإسلامية والمقدر بـ (2438,6 مليار دولار) كبير وكانت الزيادة ملحوظة بعد الازمة العقارية الأمريكية لسنة 2008 وما خلفته من أثر كبير على الاسواق المالية العالمية وعلى الهيكلية المالية للدول والشركات والمؤسسات المالية، والبحث عن بدائل لنظم مالية أخرى أثبتت مقاومتها للهزات المالية القوية.

1-2- التركيبة القطاعية المساهمة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية:

يوضح الشكل أدناه التركيبة القطاعية المساهمة في صناعة المالية الإسلامية وذلك على النحو التالي:

الشكل رقم (4-8): التركيبة القطاعية المساهمة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية لعام 2019 (مليار دولار)



من اعداد الباحث اعتمادا على: الجدول رقم (4-2)

ان التركيبة القطاعية المساهمة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية كما يوضحها الجدول رقم(-) والشكل أدناه فنلاحظ الآتي:

- يساهم قطاع البنوك بأكبر حجم لأصول المالية الإسلامية اذ يصل مبلغه الى (1,765.8 مليار دولار) أي ما يعادل نسبة 72,4% من المجموع الكلي، نظراً لكون الخدمات البنكية كانت هي بداية تقديم الخدمات المالية الإسلامية وبصيغة إسلامية معروفة كالمراجحة بأنواعها وغيرها من الخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- يلاحظ على الأصول البنكية استحواذ بنوك مجلس التعاون الخليجي على أكبر حصة اذ وصل المبلغ الى (854, مليار دولار)، وتأتي بعدها بنوك دول الشرق الاوسط وجنوب آسيا بمبلغ قدر بـ(584,3 مليار دولار)، وفي المرتبة الثالثة بنوك دول جنوب شرق آسيا بمبلغ إجمالي لحجم أصول البنوك مقدر بـ(240,5 مليار دولار)، وهي مبالغ تطورت حجوماً أصولها المالية بدرجة كبيرة .

- ثم ظهر التصكيك (المبني على خلق المشاريع والبنيات التحتية الكبرى) وانتاج أداة مالية إسلامية بديلة عن السندات الربوية التقليدية (المبنية على مبدأ الاقتراض بفائدة)، اذ مبلغ مجموع الصكوك المستحقة لسنة 2019 لجميع الدول ما قيمته (543,4 مليار دولار)، ونسبة مساهمته في المجموع الكلي من حجم الأصول الإسلامية بـ 22,3% وهي نسبة معتبرة تأتي بعد القطاع المصرفي الإسلامي، وكانت دول جنوب شرق آسيا وخاصة دولة ماليزيا تصدر بقية أنحاء العالم بمبلغ قدر بـ(303,3 مليار دولار)، وتليها دول مجلس التعاون الخليجي بمبلغ يساوي (204,5 مليار دولار)، وتأتي بعدها دول الشرق الاوسط وجنوب آسيا (خاصة إيران وتركيا) بمبلغ قدر بـ(19,1 مليار دولار)، وبقيّة المبلغ يوزع على الدول الأفريقية الإسلامية وبقيّة دول العالم.

- وتأتي خدمات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في المرتبة الثالثة، وستحوذ دول مجلس التعاون الخليجي (وخاصة المملكة العربية السعودية) على حجم أصول هذه الصناديق المقدرة بـ(36,4 مليار دولار) من المجموع الكلي البالغ (102,3 مليار دولار)، وتليها دول جنوب شرق آسيا (وخاصة دولة ماليزيا) بمبلغ قدر بـ(26,7 مليار دولار)، وبعدها تأتي دول الشرق الاوسط وجنوب شرق آسيا بمبلغ وصل الى حدود (16,5 مليار دولار)، وترتفع البقية من مبالغ حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمبلغ (22,7 مليار دولار) على افريقيا وبقيّة المناطق الأخرى من العالم.

- أما صناعة خدمات التأمين التكافلي قدر المجموع الكلي لحجم أصولها بـ(24,07 مليار دولار)، تستحوذ دول مجلس التعاون الخليجي ودول الشرق الأوسط وجنوب آسيا على البلق (11,7 مليار دولار)، و(11,36 مليار دولار) على التوالي، اما جنوب شرق آسيا فتعتبر صناعة التأمين التكافلي لازالت دون المستوى المطلوب اذ قدر حجمها بـ(3,02 مليار دولار)، وتتوزع المبالغ الصغيرة الباقية على دول افريقيا والمناطق الأخرى من العالم.

وفي الجمل نجد أن دول مجلس التعاون الخليجي تستحوذ على مبلغ إجمالي يقدر بـ(1106,6 مليار دولار) لجميع القطاعات.

1-3- التطور السنوي الكمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية

أما بالنسبة الى تتبع مسار التطور الكمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية وذلك خلال الفترة من 2001 الى نهاية عام 2020 لإعطاء نظرة دقيقة على الإتجاه التصاعدي والتنازلي في عدد الاصدارات وقيمتها وذلك على المستوى العالمي (الكلي)، والدولي، والمحلي. ونعني بإصدارات الصكوك المحلية التي تصدر بالعملة الوطنية للبلد وتكتفي بإستفاء المعايير الائتمانية والشروط المحلية لدولة الاصدار، اما الدولية فهي الاصدارات التي تصدر بإحدى العملات الرئيسية الدولية كالدولار الأمريكي وتطرح للإكتتاب في السوق الدولية او فروع لأسواق دولية في بلد الاصدار وفق متطلبات التصنيفات الائتمانية الدولية.

والجدول رقم (3-4) يعطي تطور الاحصائيات السنوية الكمية لسوق الاصدارات للصكوك المالية الإسلامية وذلك خلال فترة الدراسة من (2001 الى 2020)، التي تتميز بثلاثة محطات رئيسية للإصدار من (2001-2007) و(2008-2009) و(2015-2020)، اما سنتي 2008 و2014 فتعدان سنتي ذروة أزمة المالية وما نتج عنه من انخفاض كبير لإصدارات الصكوك الإسلامية عن مسارها التصاعدي، وهذا ما يوضحه الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-3): التطور السنوي الكمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية-2001-2020

الوحدة: مليون دولار امريكي

السنوات	الحجم الكمي السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية				
	العالمي(الكلي)	الدولي	% الدولي/الكلي	المحلي	% المحلي/الكلي
2001	1.172	0,425	%36.26	0,747	%63.73
2002	1.371	1,130	%98.42	0,241	%17.57
2003	7.057	1,680	%23.80	5,377	%76.19
2004	9.465	2,503	%26.44	6,962	%73.55
2005	13.698	3,413	%24.91	10,286	%75.09
2006	33.837	12,082	%35.70	21,755	%64.90
2007	50.184	13,859	%27.69	36,182	%72.30
2008	24.337	2,140	%8.81	22,174	%91.38
2009	37.927	7,023	%18.51	30,904	%81.48
2010	53.125	4,248	%7.99	48,877	%92.00
2011	93.173	8,684	%9.32	84,490	%90.68
2012	137.599	20,269	%14.73	117,331	%85.27
2013	135.557	22,992	%16.96	112,565	%83.03
2014	107.300	26,730	%24.78	81,103	%75.21
2015	67.818	21,880	%32.26	45,938	%67.73
2016	87.784	32,210	%36.47	57,108	%64.66
2017	116.717	37,648	%32.25	79,069	%67.74
2018	123.150	32,648	%26.78	90,162	%73.21
2019	145.702	38,476	%26.40	107,226	%73.59
2020	174,641	42,408	%24.28	132,233	%75.71
المجموع الكلي	1422,465	332,788	%23.39	1090,730	%76.67

من اعداد الباحث بالاعتماد على: International Islamic Financial Market(IIFM),Sukuk

Repot,4th édition,Manama ,Bahrain , November 2014 ,P-P 4 -5 .

and Sukuk Repot July 2021,P 29,33,35.

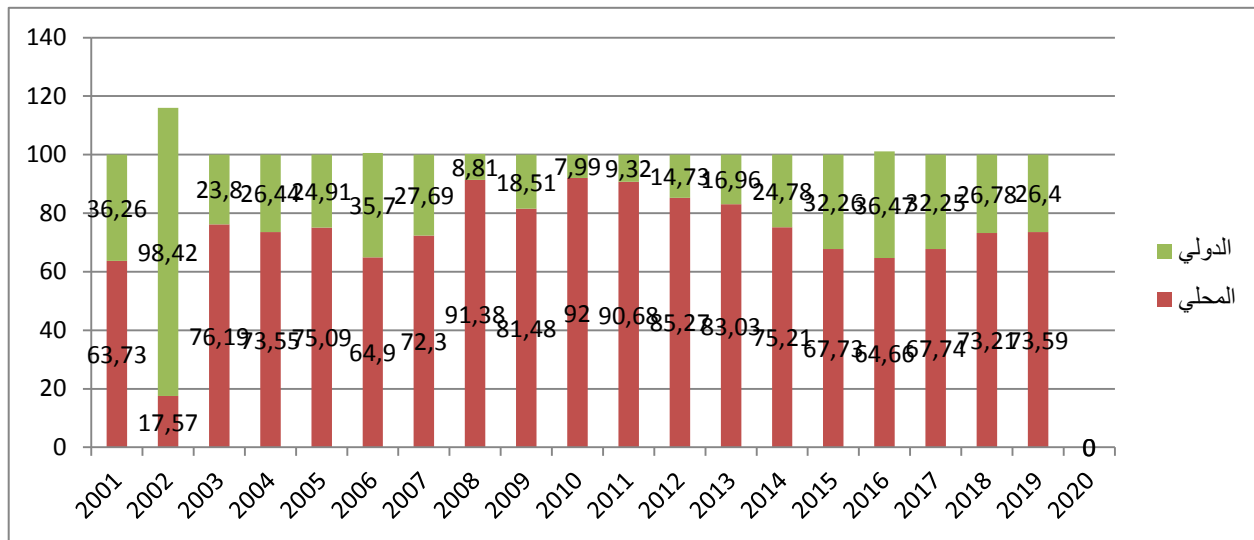
المتصفح يوم 2020/10/16 على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifm.net>

ويوضح الشكل رقم (6-11) نسبة مساهمة الاصدارات الدولية والمحلية من المجموع الكلي للإصدار العالمي للسنوات (2001 الى

2020)، هيمنة الاصدارات المحلية على الدولية وهذا ما يبينه الجسم الباني التالي:

الشكل رقم (4-9): نسبة مساهمة الاصدارات الدولية والمحلية من مجموع الاصدار العالمي(الكلي) للسنوات:

2020 – 2001



من اعداد الباحث اعتمادا على: الجداول رقم (3-4)

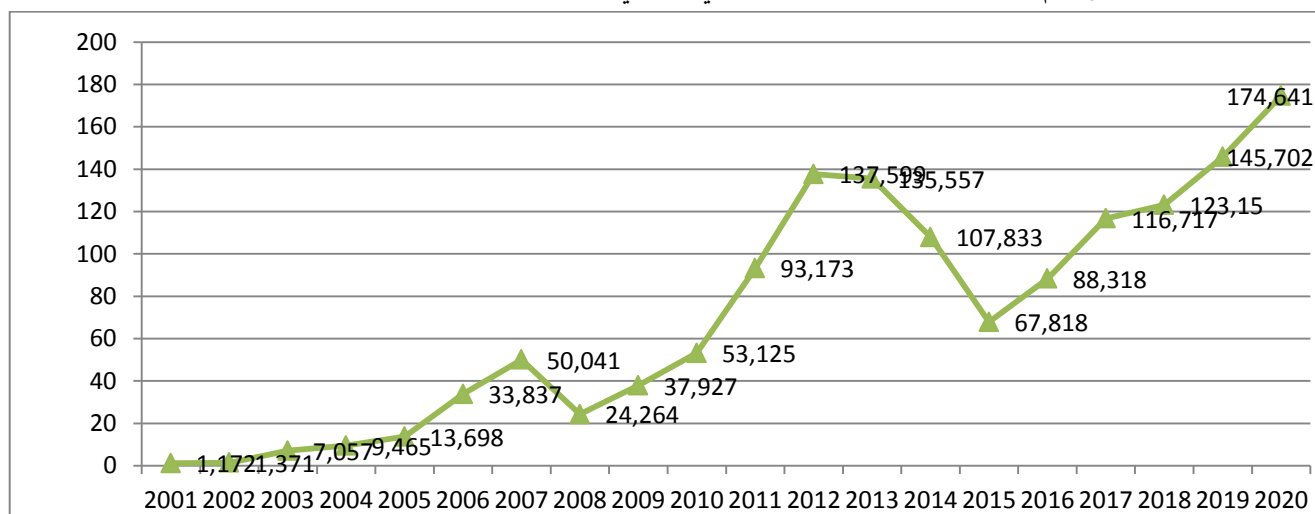
التحليل:

نلاحظ من خلال الجدول رقم(3-4) والشكل رقم(4-8) والشكل (4-11) التطورات السنوية الكمية العالمية، ونسبة مساهمة الاصدارات الدولية والمحلية من مجموع الاصدار العالمي(الكلي) لسوق اصدارات الصكوك الاسلامية للفترة الممتدة من بداية اصدار الصكوك 2001 الى نهاية سنة 2020 (حوالي 20 سنة من الاصدارات)، ما يلي الآتي:

-أخذَ حجم اصدارات الصكوك الاسلامية العالمية(الكلية=الدولية + المحلية) خلال فترة الدراسة (2020-2001) مبلغ (1422,465 مليون دولار)، مقسمة على حجم اصدارات دولي مقدّر بـ(332,788 مليون دولار) أي ما نسبته 23,39% من المجموع الكلي لحجم الاصدارات للصكوك الاستثمارية الاسلامية، و مبلغ (1090,730 مليون دولار) أي ما يعادل نسبة 76,67% من اجمالي الاصدارات الكلية.

ويوضح الشكل البياني رقم(4-8) اتجاهات حجوم اصدارات الصكوك الاسلامية خلال الفترة (2020-2001):

الشكل رقم (4-10): التطور السنوي الكمي العالمي لإصدارات سوق الصكوك الاسلامية



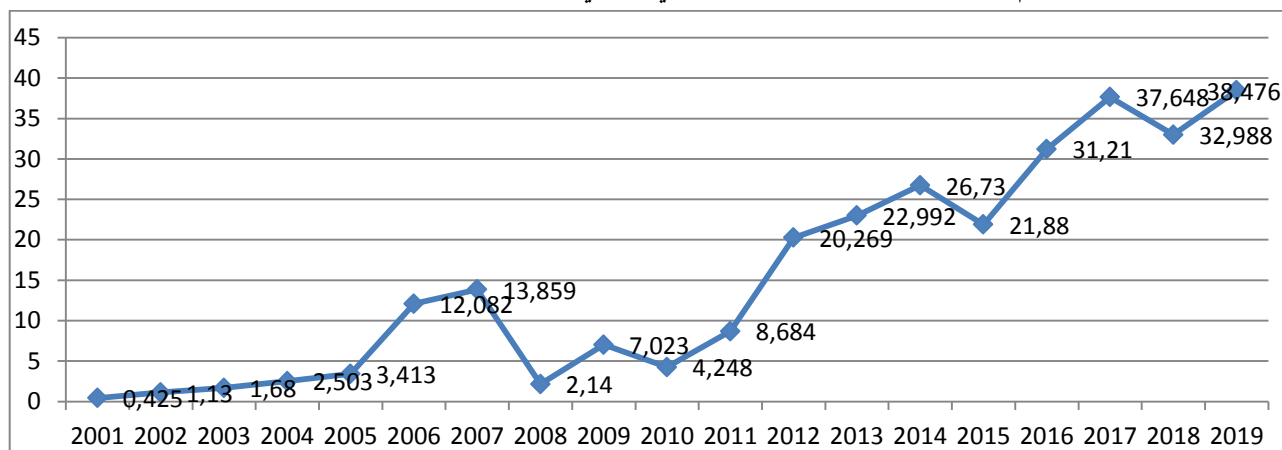
من اعداد الباحث بناءً على: الجدول رقم (3-4)

-وأخذَ حجم الاصدارات الكلي منحنى تصاعدي خلال الفترة من (2001-2007)، إذ بلغ اجمالي الاصدارات العالمية عند نهاية

عام 2007 مبلغ (50,184 مليون دولار أمريكي)، ثم أخذ الحجم في الانحسار والتنازل في سنة 2008 إذ لم يتجاوز 24,337 مليون دولار، وكان هذا جراء الأزمة المالية العالمية وما خلفته من آثار سلبية على اقتصادات الدول التي تصدر الإصدارات كماليزيا (تأثر قطاع الصادرات السلعية والسياحية)، والسعودية (تأثر قطاع تصدير النفط) جراء الركود الاقتصادي العالمي الذي أعقب الأزمة، ثم أخذ ابتداء من سنة 2009 وبداية تعافي الاقتصاد العالمي من آثار الأزمة المالية الأخيرة وبين الفترة من (2009-2013) أخذت الإصدارات العالمية منحى تصاعدي وبلغ الحجم الإجمالي للإصدارات في سنة 2013 المبلغ (135,557 مليون دولار أمريكي)، وعند عام 2014 وجاء التعافي الهش من آثار الأزمة المالية لعام 2008 دخل الاقتصاد العالمي في الركود من جديد مما أثر على حجم الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية التي لم تتجاوز المبلغ (107,300 مليون دولار) واستمر المنحى التنازلي لحجم الإصدارات لسنة 2015 بـ (67,818 مليون دولار)، وأعاد الحجم إلى المسار التصاعدي من جديد ابتداء من سنة 2016 بـ (87,784 مليون دولار) إلى أن وصل لأكبر قيمة له (حجم إصدارات الصكوك) الذي وصل مبلغه إلى حدود (174,641 مليون دولار أمريكي) في سنة 2020 رغم الظروف الوبائية التي عاشها العالم جراء الفيروس -كوفيد-19-، لأن أغلب الدول اعتمدت للخروج من أزمة الإغلاق والركود ومحاربة آثارها على اقتصاداتها بضخ حزم مالية كبيرة من أجل توفير السيولة وبطرق متعددة من بينها إصدارات الصكوك الإسلامية (الدول الإسلامية والعربية) والسندات التقليدية (النظام الرأسمالي التقليدي) في نشاطات اقتصادية متعددة استفادت من الأزمة الوبائية كقطاع التكنولوجيا (أدوات وبرامج وبحوث)، وقطاع الصحة وقطاع الأدوية ومستلزماته.

والشكل البياني التالي رقم (4-9) يوضح التطور السنوي الكمي الدولي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية كما يلي:

الشكل رقم (4-11): التطور السنوي الكمي الدولي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية



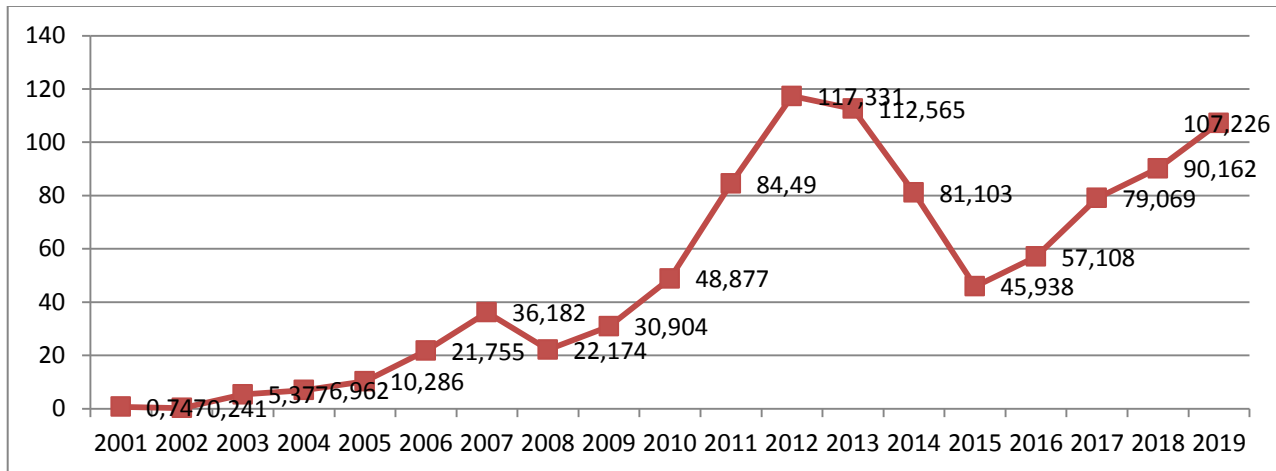
من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول اعلاه رقم (4-3)

- يوضح الشكل رقم (4-9) التطور الكمي لحجم إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية إذ لم يختلف الأمر كثيراً في تطورها عن الحجم الإجمالي العالمي كونها إحدى عناصر مكوناته الكمية، إذ شهدت الفترة من (2001-2007) منحى تصاعدي لإصدارات الصكوك الدولية وبلغ أقصى مبلغ له في عام 2007 بـ (13,859 مليون دولار)، ثم حصل تذبذب في حجم الإصدار بين نزول في سنة 2008 بمبلغ لم يتعدى (2,140 مليون دولار)، وصعود في 2009 بمبلغ (7,023 مليون دولار) ونزول أخير في عام 2010 بمبلغ (4,248 مليون دولار)، ثم عاد إلى الصعود وذلك سنة 2011 بحجم وصل إلى (8,684 مليون دولار)، و2012 بمبلغ (20,269 مليون دولار)، 2013 بـ (22,992 مليون دولار)، و2014 بـ (26,730 مليون دولار)، وأعقاب أزمة 20014 وآثارها انخفاض الحجم في سنة 2015 إلى (21,880 مليون دولار)، وبعدها لقيت الفترة من 2016 إلى 2020 أخذ منحنيات تصاعدية وتنازلية بالتناوب حتى نهاية فترة الدراسة إذ وصل حجم الإصدارات الدولية للصكوك الإسلامية في عام 2020

مبلغ (42,408 مليون دولار) ، ومجموع كلي قدر بـ (332,788 مليون دولار) أي ما نسبته 23,39% من المجموع الكلي للإصدارات العالمية.

اما الشكل البياني التالي رقم (4-11) فيوضح التطور السنوي الكمي المحلي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية كما يلي:

الشكل رقم (4-12): التطور السنوي الكمي المحلي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية



من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول اعلاه رقم (4-3)

-اما الشكل رقم (4-10) فيوضح التطور السنوي الكمي المحلي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية اذ بلغ مجموعها خلال سنوات الدراسة من (2001-2020) الـ (109,730 مليون دولار) الذي يشكل مل نسبته 76,67% أي نجد هذا النوع من الاصدارات يهيمن على مجموع الاصدارات الكلية، وهذا يدل على قوة التركيز على استقطاب المدخرات المحلية لتمويل الاستثمارات لأنها هي المولد الرئيسي لزيادة الدخل القومي والثروة للمجتمع ، وخاصة المضاربات التي شهدتها الاسواق المالية لدولة ماليزيا في أواخر 1995 و 1996 من طرف رؤوس الأموال الأجنبية وما سببه من خسائر كبيرة للإقتصاد الماليزي وتدهور عملتها وتراجع دخلها الوطني وافلاس بعض شركاتها الهامة في الاقتصاد، ودخول ماليزيا في اعادة ضبط قوانين استثماراتها واسواق المالية، وكان من بينها قانون اصدار الصكوك الإسلامية الماليزي ، بإعتبارها أكبر مصدر للصكوك الإسلامية في العالم.

وشهد حجم اصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة من (2001-2007) منحنى تصاعدي اذ وصل حجمها في عام 2007 الى ما قيمته (36,182 مليون دولار) أي ما يعادل 72,30% من الحجم الكلي للإصدارات العالمية، ثم انخفضت في عام 2008 الى (22,174 مليون دولار) جراء الأزمة المالية، ثم أخذ منحنى تصاعدي من جديد خلال الفترة ما بين (2009 و 2012) حتى وصل في نهاية 2012 الى المبلغ (117,331 مليون دولار) مشكلا 85,27% من المجموع الكلي للإصدارات العالمية، ثم عاد الى مساره التنازلي في سنتي 2014 و 2015 اذ بلغ ما قيمته (81,103 مليون دولار) و (45,938 مليون دولار) على التوالي، ثم عاد الى المسار التصاعدي لحجم الاصدارات من الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة من (2016 الى 2020)، اذ شهدت السنة الأخيرة من الدراسة أعلى قيمة من حجم اصول الاصدارات المحلية وبلغ مبلغ (109,730 مليون دولار) مشكلة ما نسبته 76,67%.

1-4- اصدارات الصكوك العالمية قصيرة الأجل حسب التقسيم الجغرافية للفترة من (2001-2020)

يبين الجدول أدناه رقم (4-4) عدد الاصدارات ومبالغها المالية ونسبتها من المجموع الكلي لحجم الاصدارات من الصكوك الإسلامية القصيرة الأجل حسب التقسيم الجغرافية لمواقع الدول العربية والإسلامية وبقية دول العالم الأخرى على النحو التالي:

الجدول رقم (4-4): اصدارات الصكوك العالمية قصيرة الأجل الأقل من 12 شهرا، حسب المناطق الجغرافية للدول المصدرة من : (2001-2020)

الوحدة :مليون دولار امريكي

آسيا والشرق الاقصى	عدد الاصدارات	مبالغ الاصدار	نسبة المبلغ %
بنغلاداش	29	790	0,16
بروناي دار السلام	195	11,830	2,36
اندونيسيا	112	12,465	2,48
ماليزيا	3643	400,797	79,83
المالديف	2	21	00
الباكستان	16	399	0.08
سنغافورة	3	221	0.04
المجموع الجزئي-1	4000	426,522	85.0
G. C. C والشرق الاوسط	عدد الاصدارات	مبالغ الاصدار	نسبة المبلغ %
البحرين	384	20,018	3,99
سلطنة عمان	1	130	0.03
العربية السعودية	6	1,301	0.26
الامارات العربية المتحدة	1	100	0.02
اليمن	1	234	0.05
المجموع الجزئي-2	393	21,782	4,3
افريقيا	عدد الاصدارات	مبالغ الاصدار	نسبة المبلغ %
غينيا	490	413	0.08
السودان	26	17,419	3,47
المجموع	516	17,832	3,6
اوربا ودول اخرى	عدد الاصدارات	مبالغ الاصدار	نسبة المبلغ %
تركيا	578	35,916	7,15
المجموع الجزئي-3	578	35,916	7,15
المجموع الكلي	5,487	502,053	100

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على :

International Islamic Financial Market(IIFM), Sukuk Raport 2021,Op-Cit ,P 38.

على الموقع الإلكتروني المتصفح يوم 2021/10/18 <https://www.iifm.net>

-يلاحظ من خلال الجدول رقم (4-4) والمتعلق بعدد ومبالغ الإصدارات الكلية للصكوك الإسلامية القصيرة الأجل حسب التقسيم الجغرافية للدول نجد أن: عدد الاصدارات الكلي خلال فترة الدراسة يقدر بـ(5,487 اصداراً)مقابل مبلغ اجمالي وصل الى (502,053 مليون دولار) أي ما يعادل نسبة 35,3% من المجموع الكلي للإصدارات(502,053/1422,465=35,3%)

وحسب التقسيمة الجغرافية للدول نجد أنَّ دولة ماليزية تهيمن على النوع من الصكوك الإسلامية آ قد مبلغ الاصدار للصكوك القصيرة الأجل بـ (400,797 مليون دولار)، وبعدد اصدارات اجمالي يساوي 3643 اصدرًا، وبنسبة من المجموع الاجمالي تقدر بـ 79,83%، وهذا نتيجة النشاط القوي للتعامل بصيغة المراجعة وصيغة الإيجار والسلم في التعاملات المالية الإسلامية، وتأتي تركيا في المرتبة الثانية من ناحية عدد الاصدارات اذ قدرت بـ (578 اصدرًا) مقابل مبلغ (35,916 مليون دولار) وبنسبة تقدر بـ 7,15% من المجموع الكلي للإصدار القصيرة الأجل، أما دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط (البحرين وسلطنة عمان والسعودية والامارات واليمن) فلا تتعدى مجتمعة مبلغ حجم الصكوك الإسلامية قصيرة الأجل (21,782 مليون دولار) بعدد اصدارات وصلت الى (393 اصدرًا) ما يقبل نبة 4,3% من المجموع الكلي.

1-5- اصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل > 12 شهرا، حسب الجهة المصدرة:

يعطي الجدول رقم (4-5)، والشكل (4-10)، اصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل (الأقل من 12 شهراً) حسب طبيعة الجهة المصدرة لهذه الصكوك الإسلامية ذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (4-5): اصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل > 12 شهرا، حسب الجهة المصدرة، خلال الفترة: (2001-2020)

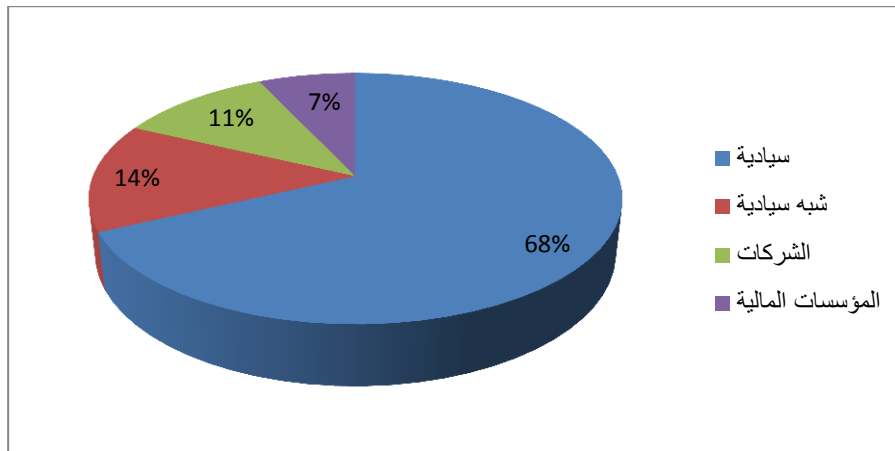
الجهة المصدرة	الحجم	النسبة
سيادية	343,560	68%
شبه سيادية	69,241	14%
الشركات	53,571	11%
المؤسسات المالية	35,681	7%
المجموع الكلي للإصدارات	502.05	100%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على :

International Islamic Financial Market(IIFM),Sukuk Raport 2021,Op-Cit ,P 43-44.

المتصفح على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifm.net>، ليوم 2021/10/16

الشكل رقم (4-13): التمثيل البياني لإصدارات الصكوك العالمية القصيرة الاجل > 12 شهرا، حسب الجهة المصدرة، خلال الفترة: (2001-2020)



من اعداد الباحث بناءً على الجدول اعلاه رقم (4-5)

-يبين المجسم التوضيحي رقم(4-12) إن اصدارات الصكوك العالمية القصيرة الأجل خلال فترة الدراسة تهيمن عليها الصكوك السيادية بمبلغ يقدر بـ(343,560 مليون دولار) ونسبة قاربت 68%، وتأتي بعدها الصكوك الشبه سيادية بمبلغ (69,241 مليون دولار) ونسبة وصلت الى 14%، أما الشركات فلا يتعدى مبلغ اصدارتها من هذا النوع من الصكوك المبلغ (53,571 مليون دولار)، وفي الأخير نجد المؤسسات المالية بمبلغ (35,681 مليون دولار) بنسبة قارب الـ 7%.

المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية الماليزية

تمهيد:

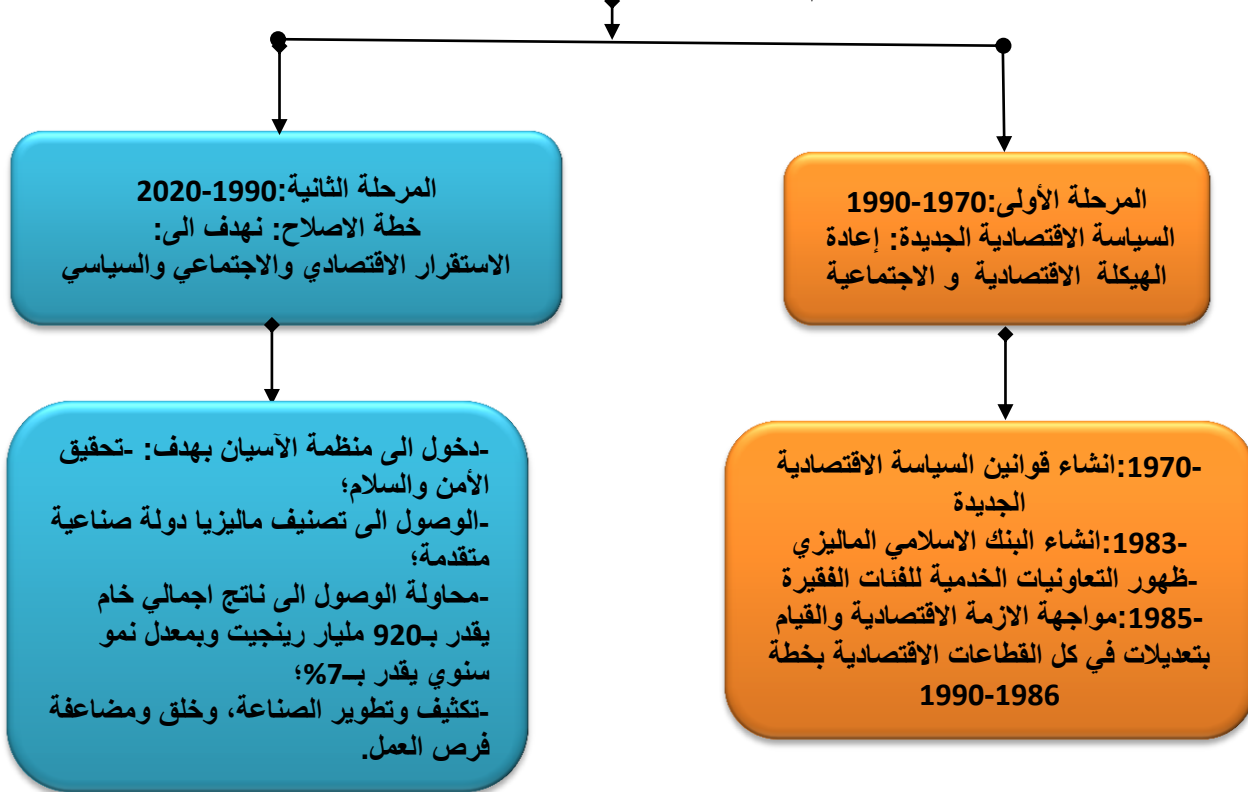
تعد السوق الماليزية الإسلامية من أهم الاسواق المالية المتطورة في مجال صناعة الخدمات والأدوات المالية الإسلامية، وسنعمد على خطوات البحث على اعطاء لمحة عامة عن الاقتصاد الماليزي، ثم مكونات النظام المالي، والتطرق الى سوق رأس المال الماليزي والى سوق رأس المال الاسلامي حسب الخطوات التالية:

1-لمحة عن الاقتصاد الماليزي:

1-1- مراحل الخطط التنموية لدولة ماليزيا:

تعد التجربة التنموية في ماليزيا من انجح التجارب العالمية للدول الناشئة في كل من آسيا وافريقيا وحتى أمريكا اللاتينية، تركز على فلسفة أساسها أن "النمو الاقتصادي يؤدي الى زيادة الدخل وامكانية العدل في تقسيمه" من أجل خلق طبقة وسطى لغالبية شرائح المجتمع ولذلك سنوضح في المخطط التالي أهم المراحل التنموية للتجربة الماليزية وأثرها على زيادة الدخل وإستقرار الأسعار ومنه مضاعفة الادخار الذي نعمل على جذبه الى قطاع الاستثمار ومنه تحريك الأسواق المالية وزيادة حركية المال¹:

الشكل رقم (4-14) مخطط المراحل التنموية لدولة ماليزيا



1-2-عوامل نجاح الخطط التنموية: ان نجاح الخطتين التنمويتين يكمن في توفر جملة من المعطيات الطبيعية والبشرية ونظم الحكم السياسية ونتطرق اليها على النحو التالي:

1-2-1-الموارد الطبيعية²: تتمتع ماليزيا بموارد طبيعية في مجالات متعددة مثل الزراعة والغابات والمعادن، وهي دولة مصدرة للموارد الطبيعية من أهمها النفط والمطاط الطبيعي والأخشاب والزراعية كزيت النخيل ، والكاكاو والفلفل والأناناس والتبغ. اعتباراً من جانفي 2014، كانت احتياطات النفط المحققة في ماليزيا 4 بليون برميل، وهي رابع أكبر احتياطات في آسيا-الهادي بعد الصين، الهند، وفيتنام، وكان معظم النفط الماليزي يأتي من حقول بحرية تقسم في الجرف القاري الى ثلاثة أحواض: الحوض البحري

¹ - نبيه فرج أمين الحضري، "تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي"، دار الفكر الجماعي، مصر، 2009 ، ص: 126.

² -معلومات أساسية على الاقتصاد الماليزي، مطلع عليها يوم 18 اوت 2021 على الموقع: <https://www.marefa.org>

الشرقي (شبه الجزيرة الماليزية) في الغرب، وحوضي سرواك وصباح في الشرق، تقع معظم احتياطيات النفط الماليزية في حوض شبه الجزيرة حيث النفط الخام الأخف والأكثر نقاءً.

اعتباراً من يناير 2014، كانت ماليزيا تمتلك 83 تريليون قدم مكعب من احتياطيات غاز طبيعي محققة، وكانت ثالث أكبر مالِك لاحتياطيات الغاز الطبيعي في منطقة آسيا-الهادي بعد الصين وإندونيسيا، إلا أنها اعتمدت في خططها على خلق صناعة تصديرية مبنية على المعرفة والتطور التكنولوجي استطاعت أن تنافس بها الدول الكبرى المنافسة لها، وأصبحت من بين الدول الصناعية في جنوب شرقي آسيا مع الصين، وكوريا الجنوبية، والهند، وسنغافورة، والتايلاند.

1-2-2- العوامل السياسية: تمثل العوامل السياسية إحدى عوامل نجاح التجربة الماليزية ونلخصها في الشكل التوضيحي التالي¹:

-استقرار النظام السياسي واهتمامه بتهيئة ظروف الاسراع بالتنمية الاقتصادية؛
-اتخاذ القرارات
من خلال المشاورات الدائمة مع التشكيلة السياسية القائمة على أسس عرقية؛
-نجاح الديمقراطية التوافقية في جميع مراحل الخطط التنموية حسب الأوضاع المستجدة؛
-اهتمام الساسة بتحسين وتطوير المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري
الإسلامي المشكل لحوالي 55% من مجموع السكان؛

1-2-3- العوامل الاقتصادية: يمكن تلخيص أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على نجاح استراتيجية الخطط التنموية لماليزيا في الآتي²:

-رفض الحكومة الماليزية في تخفيض النفقات المخصصة لمشاريع البنية التحتية؛
الاعتماد على السكان الأصليين الممثلين للأغلبية المسلمة في البلاد؛
-تحسين المؤشرات الاجتماعية: تعليم، صحة، معيشة لكل سكان البلاد مهما كانت أعرافهم أو دياناتهم؛
-الاعتماد على الموارد الداخلية لتوفير رؤوس الأموال لتمويل الاستثمارات، ومنه رفع معدل الادخار المحلي الإجمالي؛
-تنوع البنية الصناعية (الصناعات الاستهلاكية، الوسيطة، الرأسمالية)؛
-القدرة على خلق اقتصاد معرفي متطور معتمد على منتجات تكنولوجية عالية الجودة؛

1-2-4- الاستثمارات الخارجية المباشرة³: التحكم في الاستثمارات الأجنبية وتقيدها بشروط وفق أزمنة محددة وتوجيه استثماراتها وفق الخطط التنموية الاستشرافية لماليزيا أثناء أداء نشاطها الاقتصادي ونوجزها في الآتي:

-اشتراط دخول الاستثمار الأجنبي المباشر وفق الخطط المرسومة من طرف الدولة الماليزية (لصالح الاقتصاد المحلي)؛
-ألا تنافس السلع المنتجة من طرف المستثمر الأجنبي الصناعات الوطنية التي تشبع حاجات السوق المحلية؛
-أن تصدر الشركات الأجنبية على الأقل 50% من مجموع ما تنتجه؛
-الشركات الأجنبية التي يصل رأس مالها المدفوع إلى 2 مليون \$، يسمح لها بإدخال خمسة أجناب فقط لشغل وظائف في الشركة المستثمرة؛

¹ - الصاوي عبد الحفظ، "قراءة في تجربة ماليزيا التنموية"، مجلة الوعي الإسلامي، العدد 451، الكويت، 2009، ص-ص 01-02.

² - نفس المرجع، ص: 06.

³ - نفس المرجع، ص: 14.

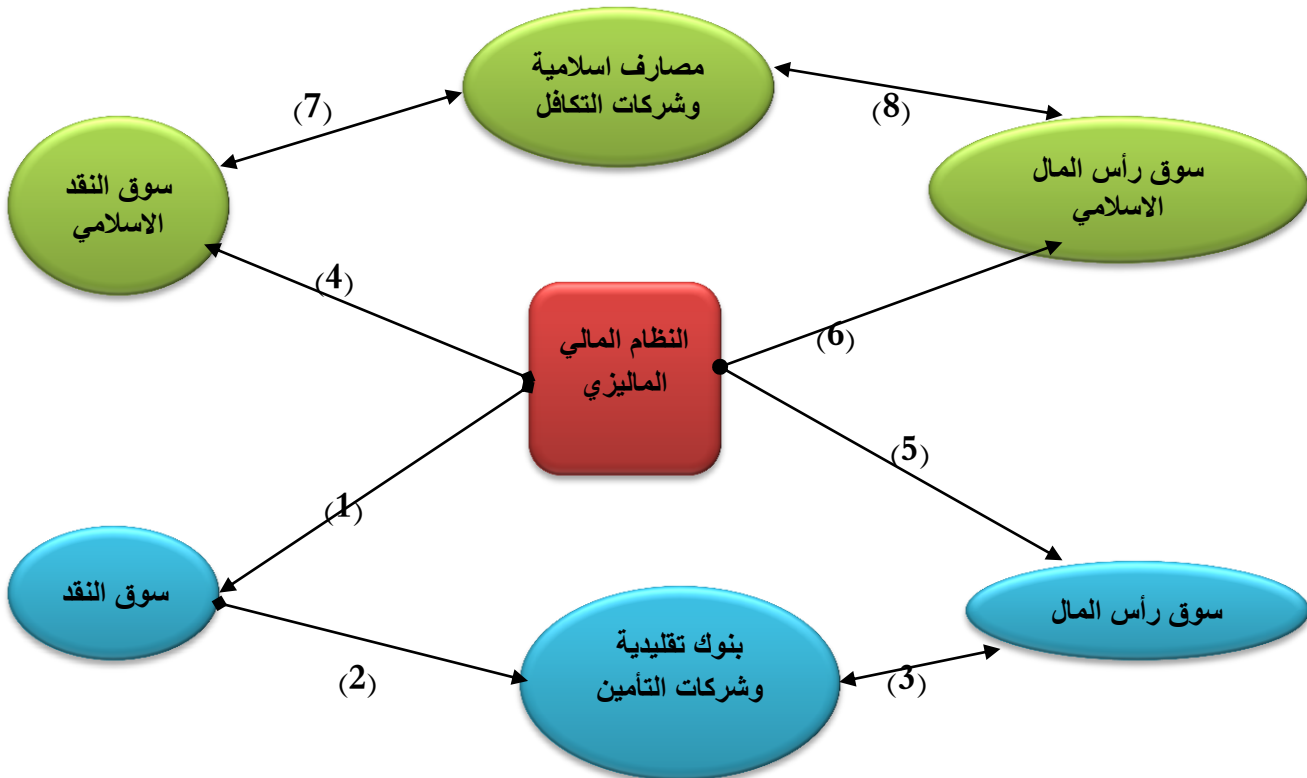
1-2-5-بيئة الأعمال¹: في عام 2015، كان اقتصاد ماليزياً من أكثر الاقتصادات تنافسية في العالم، حيث كان يحتل المرتبة 14 عالمياً، متقدماً عن بلدان مثل أستراليا، المملكة المتحدة، كوريا الجنوبية واليابان. في تقرير البنك الدولي عن سهولة ممارسة الأعمال، نسخة 2016، كانت ماليزيا رقم 18 في العالم، والثانية في جنوب شرق آسيا- بعد سنغافورة، لكنها تصدرت قوى اقتصادية إقليمية مثل تايلند (الترتيب 49 في العالم) وإندونيسيا (109 في العالم)، كما توفر ماليزيا حوافز ضريبية للشركات القائمة على التكنولوجيا من خلال هيئات تعمل على تنظيم القطاع وتطويره. في عام 2015، كانت ماليزيا سادس أكثر البلدان جاذبية للمستثمرين الأجانب، حسب مؤشر الربحية الأساسية (BPI) الذي نشرته مجلة فورين بوليسي.

1-2-6-البنية التحتية²: تعتبر البنية التحتية في ماليزيا الأكثر تقدماً في آسيا إذ تعد شبكة الاتصالات الماليزية هي ثاني أكبر شبكة في جنوب شرق آسيا، بـ 4.7 مليون مشترك في الخطوط الأرضية وأكثر من 30 مليون مشترك في الهاتف المحمول، لدى ماليزيا سبعة موانئ دولية، أهمها ميناء كلاغ، كما تضم 200 منتزه صناعي بالإضافة لمنتزهات متخصصة مثل منتزه التكنولوجيا الماليزي ومنتزه كوليم للتكنولوجيا المتقدمة. المياه العذبة متاحة لأكثر من 95% من السكان.

2-النظام المالي الماليزي:

يتكون النظام المالي الماليزي من شقين أحدهما تقليدي وآخر إسلامي، (بنوك تقليدية وشركات التأمين، ومصارف إسلامية وشركات التأمين التكافلي، وسوق نقدي تقليدي وآخر إسلامي، وسوق رأس المال التقليدي والإسلامي، والمخطط التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (4-15)مخطط النظام المالي الماليزي



من اعداد الباحث

¹ - معلومات أساسية على الاقتصاد الماليزي، مرجع سابق.

² - معلومات أساسية على الاقتصاد الماليزي، مرجع سابق.

2-1-الصيرفة الإسلامية في ماليزيا:

تعد التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية من أفضل التجارب الناجحة على المستوى الدولي، وبدأت مع بداية فكرة الادخار الغير الربوي في نهاية الستينات من القرن الماضي وذلك بإنشاء صندوق الحج "تابونغ حاجي" الذي شكل النواة الأولى لبديعة نظام الادخار الاسلامي ودخل في الخدمة بتاريخ 30 سبتمبر 1963¹، وفورت جميع شروط نجاح النظام المالي الاسلامي، فهيئت القوانين وأنشأت المؤسسات الحكومية، مع توفير الأجواء العلمية للفقهاء وعلماء المالية الإسلامية للإستثمار في ابتكاراتهم وتوجيهاتهم بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية. ومع تطور الصيرفة الإسلامية وزيادة خبرة العاملين في مجالها، واتسع عدد المهتمين بها من غير المسلمين. واعتمد النظام المالي الماليزي عند انشائه بعد تكوين الإتحاد لدولة ماليزيا سنة 1963 على دعم وتشجيع هيئات التعاونيات الادخارية الاستثمارية كهيئة التأمين التعاوني المحدودة الماليزية التي قدمت خدماتها الى للطبقات المتوسطة والفقيرة بينما بقيت خدمات التأمين مقتصرة على الطبقات الغنية².

2-2-النظام المصرفي الماليزي:

تشكل تركيبة النظام المصرفي الماليزي من البنك المركزي، والبنوك التجارية والاستثمارية والمصارف الإسلامية، أما المؤسسات المالية فتتكون من شركات التأمين ومؤسسات التنمية وصناديق الادخار والمعاشات القائمين على التكافل الاسلامي.

2-2-1-البنك المركزي الماليزي³:



بنك Negara Malaysia (البنك المركزي الماليزي)، هو هيئة قانونية بدأت عملياتها في 26 يناير 1959، يخضع بنك Negara Malaysia لقانون البنك المركزي الماليزي لعام 2009.

1-مهام البنك التقليدية: تتمثل مهام البنك المركزي في الآتي:

- دور بنك Negara Malaysia في تعزيز الاستقرار النقدي والمالي ؛
- يهدف إلى توفير بيئة مواتية للنمو المستدام للاقتصاد الماليزي؛
- تلعب السياسة النقدية لبنك Negara Malaysia في الحفاظ على استقرار الأسعار مع الاستمرار في دعم النمو.
- يعتبر بنك Negara Malaysia مسؤول أيضاً عن استقرار النظام المالي، ويحقق ذلك من خلال تطوير قطاع مالي سليم ومرن ومتنوع يعمل على دعم قطاعات الاقتصاد الحقيقي؛
- كما يقوم بتنفيذ مبادرات لتعميق وتقوية الأسواق المالية ، بما في ذلك سوق الصرف الأجنبي.
- يلعب بنك Negara Malaysia دوراً إثنائياً مهماً في تطوير البنية التحتية للنظام المالي والنهوض بأجندة الشمول المالي، وذلك لضمان وصول جميع القطاعات الاقتصادية وشرائح المجتمع إلى الخدمات المالية؛

¹ - سيف الدين حسن العوض، "هل نجحت ماليزيا وأصبحت رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية" مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أبحاث المعاملات المالية الإسلامية، العدد 29، أكتوبر 2014، ص-ص: 15-16.

² - محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية" رسالة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر، 2013، ص: 160

³ -الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي: <https://www.bnm.gov.my>

- يشرف بنك Malaysia Negara أيضًا على البنية التحتية لأنظمة الدفع في البلاد والتي تؤكد على كفاءة وأمن الأنظمة المالية.
- يقدم بنك Negara Malaysia المشورة بشأن سياسات الاقتصاد الكلي وإدارة الدين العام؛
- يعد بنك Negara Malaysia السلطة الوحيدة في إصدار العملة الوطنية وإدارة الاحتياطيات الدولية للبلاد؛
- 2- **مهام البنك الاستراتيجية في تطوير القطاع المالي:** تتمثل الأهداف الإستراتيجية للبنك في الآتي:
 - تعزيز الاستقرار النقدي والمالي الذي يؤدي إلى النمو المستدام للاقتصاد الماليزي، ولتحقيق هذه الغاية، يلعب البنك دورًا حاسمًا في تطوير قطاع مالي تقدمي وشامل يستلزم الحفاظ على الأسس الأساسية للاستقرار المالي في جميع الأوقات، وضمان وساطة مالية فعالة وكفاءة، والمساهمة في النمو الاقتصادي والتنمية.
 - من الأمور المحورية في عملية تطوير القطاع المالي خطتان رئيسيتان لمدة 10 سنوات، توفران الأساس لنمو متوازن وشامل ومستدام للقطاع المالي، قدمت الخطة الرئيسية للقطاع المالي (FSMP)، التي كانت للفترة 2001-2010، الأساس للتطوير المنظم للقطاع المالي، بدءًا من بناء القدرات المؤسسية للوسطاء المحليين وتطوير البنية التحتية المالية المحلية، تبع ذلك إدخال بيئة تنافسية متزايدة حيث أصبح القطاع المالي أكثر تنظيمًا وتوجهًا نحو السوق. حتى الآن، ولقد تم تنفيذ جميع التوصيات الواردة في إطار برنامج FSMP أو يجري تنفيذها على أساس مستمر ودائم.
 - تم إصدار المخطط الرئيسي الثاني، مخطط القطاع المالي (مخطط) في عام 2011 للفترة 2011-2020. يعتمد المخطط على إنجازات FSMP لتطوير نظام بيئي مالي يخدم بشكل أفضل الاقتصاد الماليزي ذي القيمة المضافة العالية والدخل المرتفع، مع لعب دور متزايد الأهمية في تلبية الاحتياجات المالية المتزايدة لآسيا الناشئة، وسيتواصل متابعة المبادرات لتقوية روابط القطاع المالي ودعم التكامل داخل المنطقة من أجل التوسط بفعالية وكفاءة في فائض الأموال في آسيا نحو فرص الاستثمار الواسعة في المنطقة.
 - وكان جزء مهم من هذا هو تدويل التمويل الإسلامي وتطوير ماليزيا كمركز مالي إسلامي دولي. تركز التوصيات الواردة في المخطط على تسعة مجالات رئيسية مدعومة بـ 69 توصية وأكثر من 200 مبادرة.
- مجالات التركيز في المخطط:
 - الوساطة الفعالة من أجل اقتصاد عالي الدخل وعالي القيمة المضافة؛
 - تطوير أسواق مالية عميقة وديناميكية؛
 - ازدهار مشترك أكبر من خلال الشمول المالي؛
 - تعزيز التكامل المالي الإقليمي والدولي؛
 - تدويل التمويل الإسلامي.
 - حماية استقرار النظام المالي؛
 - تحقيق قدر أكبر من الكفاءة الاقتصادية من خلال المدفوعات الإلكترونية؛
 - مستهلكون متمكنون؛ و
 - تنمية المواهب للقطاع المالي.
- على مدى العقد المقبل، من المتوقع أن ينمو القطاع المالي بما يتجاوز دوره كعامل مساعد للنمو ليكون محركًا رئيسيًا ومحفزًا للنمو الاقتصادي، مع النمو في النظام المالي المرتبط بقوة بالنمو في القطاع الحقيقي. بناءً على معدل نمو الاقتصاد المتوقع للعقد القادم، من المتوقع أن ينمو النظام المالي بمعدل سنوي يتراوح بين 8 و 11٪، مما يزيد من عمق النظام المالي إلى ستة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي (الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2020 (2010: 4.3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي). في الوقت نفسه، من المتوقع أن تنمو مساهمة القطاع المالي في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي من 8.6 في المائة من إجمالي الناتج المحلي الاسمي في عام 2010 إلى ما بين 10 و 12 في المائة بحلول عام 2020.

2-2-2-المجلس الاستشاري الشرعي لبنك Negara Malaysia (SAC)

تأسس في مايو 1997 كأعلى سلطة شرعية في التمويل الإسلامي في ماليزيا. تم منح SAC سلطة التحقق من الشريعة الإسلامية لأغراض الأعمال المصرفية الإسلامية ، أو أعمال التكافل ، أو الأعمال المالية الإسلامية ، أو الأعمال المالية للتنمية الإسلامية ، أو أي أعمال أخرى ، والتي تستند إلى مبادئ الشريعة ويخضع لإشرافها وتنظيمها بنك Negara Malaysia. بصفتها الهيئة المرجعية والمستشار لبنك Negara Malaysia في المسائل الشرعية ، فإن SAC مسؤولة أيضاً عن التحقق من صحة جميع الخدمات المصرفية الإسلامية ومنتجات التكافل لضمان توافيقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى ذلك ، فإنه يقدم المشورة لبنك Negara Malaysia بشأن أي قضية تتعلق بالشريعة تتعلق بالأعمال المالية الإسلامية أو معاملات بنك Negara Malaysia وكذلك الكيانات الأخرى ذات الصلة.

في قانون البنك المركزي الماليزي الأخير لعام 2009 ، تم تعزيز دور ووظائف SAC بشكل أكبر حيث تم منح SAC مكانة الهيئة الرسمية الوحيدة في المسائل الشرعية المتعلقة بالخدمات المصرفية الإسلامية والتكافل والتمويل الإسلامي. بينما يجب أن تسود أحكام SAC على أي حكم متناقض صادر عن هيئة أو لجنة شرعية مشككة في ماليزيا ، فإن المحكمة والمحكم مطالبون أيضاً بالإشارة إلى أحكام SAC لأي إجراءات تتعلق بالأعمال المالية الإسلامية ، ومثل هذه الأحكام سوف يكون مقيداً.

يتألف أعضاء المجلس من علماء الشريعة ورجال القانون وممارسي السوق البارزين ، وهم أفراد مؤهلون ولديهم خبرة واسعة في الأعمال المصرفية والتمويل والاقتصاد والقانون وتطبيق الشريعة ، لا سيما في مجالات الاقتصاد والتمويل الإسلامي. قائمة أعضاء SAC لعام 2022/2019 هي كما يلي:

2-3- سوق رأس المال الماليزي:

يعد سوق رأس المال الماليزي من أهم مكونات النظام المالي، وستتطرق إليه في بحثنا حسب الخطوات التالية:

2-3-1- ماهية سوق رأس المال الماليزي: لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم العام لأسواق الأوراق المالية، إذ يعتبر سوق الصفقات طويلة الأجل والمنفذة إما في عمليات قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات طويلة الأجل، غير أنه يتميز بتركيبته المنقسمة إلى قسمين: الأول هو سوق رأس المال التقليدي، والثاني سوق رأس المال الإسلامي، ولقد شهد سوق رأس المال الماليزي تطوراً كبيراً وبصورة خاصة بعد عام 1993، إذ تأسست هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات المالية، وفي 1994 تأسست بورصة كوالالمبور (Kuala Lumpur Stock Exchange-KLSE)؛

2-3-2- أهداف سوق رأس المال الماليزي: كما اهتمت الحكومة الماليزية بتطوير البورصة عن طريق اعتماد خطط محكمة ذات آجال زمنية محددة وذلك منذ شهر فيفري 2001 ومن أهدافها نذكر¹:

- التركيز على إنشاء سوق رأس المال يكون مركزاً لتمويل وتطوير الشركات المحلية؛
 - توفير بيئة استثمارية جيدة للمستثمرين وإيجاد موقع تنافسي للمؤسسات المدرجة في السوق؛
 - العمل على تطوير مهنة خدمات الوساطة المالية، وتفعيل أنظمة رقابة السوق المالية؛
 - العمل على انجاح سوق رأس المال الإسلامي واعتباره مركزاً دولياً للمالية الإسلامية؛
 - تنويع الأدوات المالية المتداولة في السوق (سندات الحكومة الماليزية، والشركات الخاصة، الصكوك الإسلامية، أسهم الشركات المساهمة، شهادات الصناديق الاستثمارية، والعقود الآجلة للسلع والخدمات المالية، وعقود المستقبلات وعقود الخيارات.....)؛
- 2-4- ماهية سوق رأس المال الإسلامي:**

¹ - بو عبد الله علي ، بوقصبة الشريف، "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا" مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد42، نوفمبر 2015، ص:13.

2-4-1- تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: لقد أعطت هيئة الأوراق المالية تعريفًا لسوق رأس المال الإسلامي واعتبرته ذلك السوق الذي تتاح فيه فرص التمويل والاستثمار متوسط وطويل الأجل والمتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والحالية من كل الأنشطة المحرمة شرعاً.

2-4-2- خصائص سوق رأس المال الإسلامي: يتميز السوق بجملة من الخصائص والمميزات نذكر منها:

-الإلتزام بالرقابة الشرعية؛

-يجب ان تكون سوق رأس المال الإسلامي خالية من أي محظور شرعي؛

-التعاملات المالية تتم بواسطة أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

2-4-3-أهمية سوق رأس المال الإسلامي: للسوق المالية الإسلامية الماليزية أهمية كبيرة نلخصها في التالي:

-إتاحة الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛

-الرقابة على المعاملات المالية من طرف هيئة الرقابة الشرعية الرئيسية لسوق المال الإسلامي؛

-عملية تمويل وتطوير الاقتصاد الماليزي؛

2-4-4-وظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: للسوق جملة من الوظائف نذكر أهمها في ما يلي:

-تلبية الجهات المصدرة للأدوات المالية الإسلامية لحاجات المستثمرين المسلمين؛

-دعم وتنمية الاقتصاد الماليزي؛

2-4-5-المتدخلون في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: توجد عدة أطراف متدخلة في السوق وهي:

أ-البنك المركزي الماليزي: ويمثل رأس النظام المالي والمصرفي في دولة ماليزيا، وله مهام متعددة يمارسها لتحقيق الأهداف التالية:

-تمكين مختلف المرافق والهيئات المالية الإسلامية لأداء مهامها وعملاتها المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

-إثراء وتعزيز الإطار القانوني والشرعي، من خلال إصدار الضوابط التي تنظم عمل مختلف الهيئات العلمية الإسلامية؛

-تدعيم الإطار العملي، وتطوير رأس المال الفكري، بإنشاء المراكز التعليمية المتخصصة (كالأكاديمية العالمية للبحوث العلمية)؛

ب- المؤسسات المالية للتنمية: تم إنشاؤها لتحقيق تنمية للقطاعات الاقتصادية الاستراتيجية؛

ج- متدخلون آخرون: الحكومات، وصناديق الاستثمار، وغيرها من المتعاملين؛

2-4-6-الرقابة الشرعية ودورها في نجاح السوق المالي الماليزي الإسلامي: ظهرت الرقابة الشرعية الإسلامية مع إنشاء قسم

سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وكانت من مهامها الآتي:

-الجهة المخولة لرقابة السوق المالي الإسلامي، ومدى مطابقة مختلف الأدوات المالية والتعامل بها داخل السوق؛

- تعهد الهيئة الرقابية كمركز استشارة ومراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية؛

- تعد الهيئة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار الفتاوى الشرعية والقرارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للمتعاملين المسلمين؛

-الجهة الوحيدة المخولة للرد على الاستفسارات الشرعية؛

-تقوم الهيئة بالدور التعريفي بالنظام المالي الإسلامي في ماليزيا، عن طريق الندوات والدورات العلمية والتدريبية للمتعاملين في السوق؛

المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية على أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تمهيد:

تعد الصكوك الإسلامية أحد الأدوات المالية المحركة لعجلة الإقتصاد الماليزي لما لها من جاذبية لمختلف المتعاملين، و دورها في تشجيع الاستثمار وتزويد مختلف المتعاملين بالسيولة اللازمة، داخل إطار سوق رأس المال الإسلامي الماليزي المتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية، مما ينعكس على أدائه وتنشيطه، ويحقق له الاداء الأمثل.

يمكن دراسة وتحليل أثر الصكوك الإسلامية على أداء سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال المؤشرات التالية: مؤشرات حجم السوق / ومؤشرات حجم التداول / ومؤشر معدل دوران الصك الإسلامي.

1- مؤشرات حجم السوق

ويمكن قياس حجم السوق من خلال مؤشرين هما: عدد الشركات المدرجة، وكذا مؤشر نسبة رأس مال السوق.

1-1- عدد الشركات المدرجة: يعد مؤشر عدد الشركات من أهم المؤشرات المبينة لحجم السوق المالية من حيث العدد الاجمالي، والقطاعي، ومدى تركز السوق المالية عند بعض القطاعات او الشركات الكبرى المهيمنة عليه.

كما يعطي مؤشر عدد الشركات على مدى توسع او انكماش النشاط الاقتصادي، ويوضح ايضا مدى فعالية السياسات المالية والاقتصادية واستراتيجيات الخطط التنموية على تحريك ميكانزمات الاسواق المالية وخاصة في توفير السيولة المالية اللازمة لتحريكه وتسريع عملية انتقال الاموال والفائض الى العجز المالية والقدرة على تحقيق عوائد مجزية تحفز المستثمرين على خلق القيمة المضافة والثروة اللازمة لذلك.

والجدول أدناه رقم (4-7) يبين تطور عدد الشركات الاجمالي وعدد الشركات المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية والمدرجة من طرف هيئة الرقابة الشرعية وهيئة رقابة السوق المالي في البورصة الماليزية:

الجدول رقم (4-6): نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي

للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2010-2020)

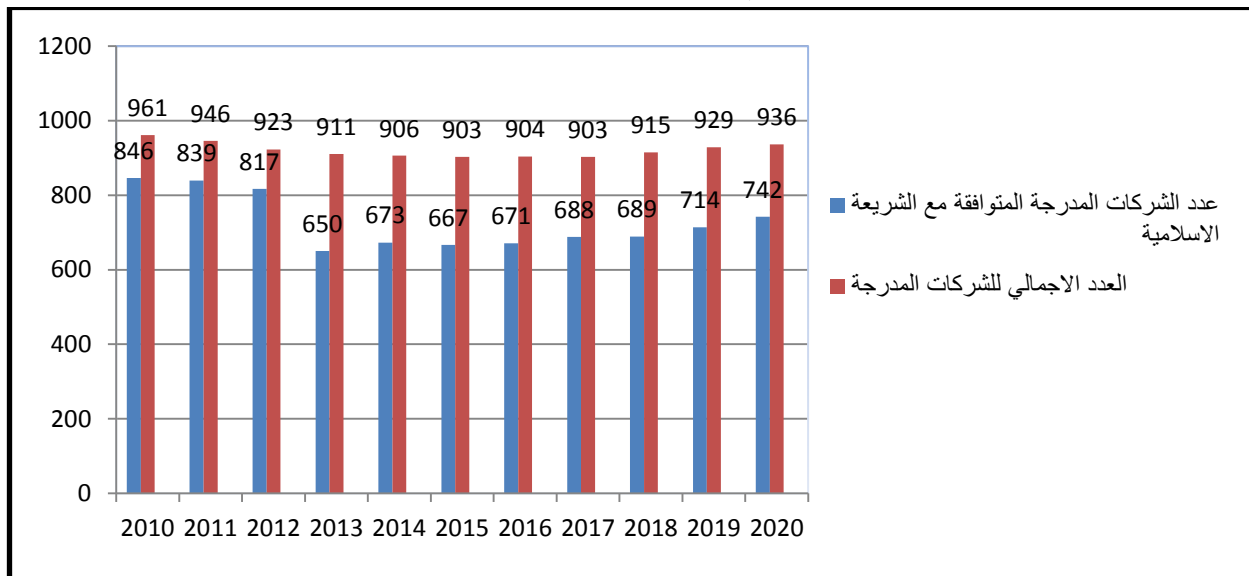
البيان السنوات	عدد الشركات المدرجة		النسبة %
	الإجمالي للشركات	المتوافقة مع الشريعة	
2010	961	846	88%
2011	946	839	89%
2012	923	817	89%
2013	911	650	71%
2014	906	673	74%
2015	903	667	74%
2016	904	671	74%
2017	903	688	76%
2018	915	689	75%
2019	929	714	77%
2020	936	742	79%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

Securities commission Malaysia, Annual reports , (2010, P:6-56), (2011,P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135), (2014, P : 146) , (2015,P:171), (2016,P:199) , (2017,P:158) ; (2018,P:164), (2019,P:182); (2020,P:167).

كما يبين الشكل رقم (4-13) أدناه نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2010-2020) وذلك على النحو التالي:

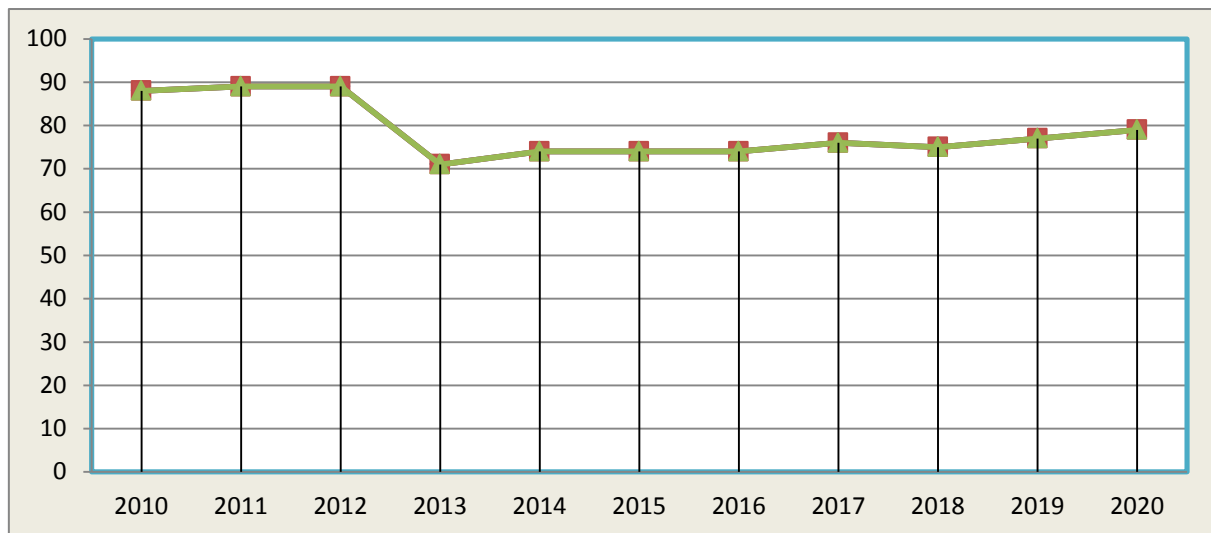
الشكل رقم (4-16): نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2010-2020)



من اعداد الباحث بناءً على الجدول اعلاه رقم (4-7)

يوضح شكل المنحى التالي نسبة مساهمة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية الى اجمالي الشركات المدرجة في السوق المالية كما الماليزية :

الشكل رقم (4-17): النسبة المئوية لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2010-2020)



من اعداد الباحث بناءً على الجدول اعلاه رقم (4-7)

-من خلال الشكل رقم (4-13) و (4-14) أعلاه يُلاحظ أن سنة 2010 كان العدد الإجمالي للشركات المدرجة في بورصة ماليزيا يمثل أكبر عدد مقارنة بالسنوات الباقية إذ وصل الى 961 شركة مدرجة من طرف هيئة رقابة السوق، وتشكل منها الشركات الإسلامية المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية ما نسبته 88% اي ما يعادل 846 شركة، وبالرغم من انخفاض العدد الإجمالي المتتالي للسنوات 2011، 2012، البالغ 946، 923، شركة إلا أن نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية شكلت زيادة

طفيفة قاربت 89% بتعداد 839، 817 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أما بقية السنوات من 2013 الى 2020 لم ينخفض العدد الاجمالي للشركات المدرجة على 911 شركة ولم يتعدى 936 في سنة 2020، الا ان الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رغم الانخفاض الملاحظ في سنة 2013 اذ لم يتجاوز عددها 650 شركة الا انها بقيت مهيمنة على السوق المالي الماليزي بما نسبته 71%، وبعدها اخذت في الارتفاع من 74,3% الى 73,86%، 74,23%، 76,19%، 75,30%، 76,86%، 79,27%، على التوالي من سنة 2014 الى نهاية عام 2020.

ما يميز هذا المؤشر السوقي لتعداد الشركات المدرجة في السوق المالي الإسلامي الماليزي هو هيمنة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، لما للعقيدة الإسلامية من احترام وتطبيق لأغلبية المستثمرين الإسلاميين، وكذلك للحماية من المخاطر السوقية وما أثبتته مختلف صيغ الصكوك والادوات المالية الإسلامية الأخرى خلال الازمة المالية لسنة 2008.

1-2- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) : يرتبط مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) بمدى قدرة النشاط الاقتصادي ومناخه الاستثماري على تعبئة المدخرات وجذبها للإستثمار كرؤوس اموال داخل السوق المالية، أي مستوى النشاط الاقتصادي، فهو يحدد حجم السوق من حيث التوسع (الكبر) او الانكماش (الصغر)، ومن حيث عدد الشركات المدرجة او ارتفاع/انخفاض الاسعار فيه او في كليهما.

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على إرتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو إرتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس إرتفاع النشاط الاقتصادي، وفي التجربة الماليزية يمكن تتبع تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-7) تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا للفترة 2010-2020

الوحدة: بليون رينجيت ماليزي

البيان السنوات	رسملة سوق الأوراق المالية ككل (البورصة)	رسملة سوق رأس المال الإسلامي	نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي/رسملة السوق الكلي
2010	1,275	756	59%
2011	1,285	806	63%
2012	1,466	942	64%
2013	1,702	1,029	60%
2014	1,651	1,012	61%
2015	1,695	1,086	64%
2016	1,667	1,030	62%
2017	1,907	1,134	59%
2018	1,700	1,097	65%
2019	1,712	1,037	61%
2020	1,817	1,239	68%

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

Bursa Malaysia ,Annual Reports,(2012,P :13),(2015,P:12),(2020,P:14),and Securities commission Malaysia, Annual reports,(2011,P:6-55), (2013,P:135),(2015,P:171), (2017,P:158), (2019,P:182), (2020,P:167)

التحليل:

-من خلال الجدول رقم (4-8) اعلاه يمكن ان نلاحظ عن تطور رسملة السوق المالي الماليزي ككل ونسبة مساهمة راس المال الاسلامي منه، تتكلم المبالغ والنسب على بلوغ راس المال الاسلامي لأكثر من النصف، اذ من عام 2010 الى عام 2020 تراوحت النسبة من 59% الى 68%، وهذا يعد مؤشر على اهمية التمويل الاسلامي، ومدى اقبال المستثمرين عليه. اذ يلاحظ عليها التطور المستمر بالزيادة وخاصة بعد الازمة المالية لـ 2008، ومدى عدم ثقة صانعي السوق والمستثمرين بميكانيزم المضاربة والابتعاد عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، وتشغيل راس المال بمعدلات فائدة ربوية تعمل تركز الاموال لدى المرابين . وعليه اصبح السوق المالي الاسلامي الماليزي من اكبر الاسواق المالية الاسلامية في اصدار الصكوك الاسلامية واصبح مركزا عالميا لذلك، وهذا يترجم مدى قدرة هذا السوق على استقطاب الاموال التي يريد اصحابها استثمارها وفق الصيغ الاسلامية المتنوعة والمراقبة من طرف الهيئة الشرعية الماليزية.

اذ وصلت النسبة عام 2020 الى حوالي 68%، وهي نسبة كبيرة تعمل على التأثير على مختلف مؤشرات السوق الماليزية (البورصة)، من حيث مؤشر السوق العام .

3- مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة)

يعطي مؤشر التداول قيمة ونسبة الصكوك الاسلامية المتداولة في السوق المالي الماليزي، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4-8) تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الاسلامي بماليزيا خلال الفترة

2020-2010

الوحدة: مليار رينجيت ماليزي

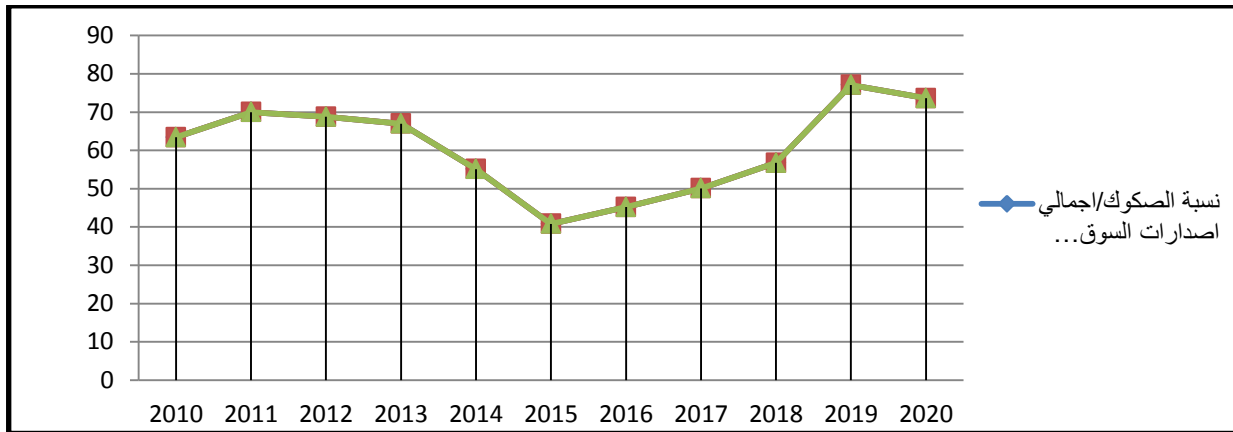
البيان السنوات	اجمالي الاصدارات من السندات والصكوك الموافق عليها من هيئة الاوراق المالية		عدد وقيمة الصكوك		نسبة الصكوك /اجمالي اصدارات السوق المالي
	العدد	القيمة	العدد	القيمة	
2010	52	63,58	21	40,33	63,43%
2011	85	112,33	44	78,9	70%
2012	81	103 ;3	41	71,1	68,8%
2013	88	1148,	49	99,13	67%
2014	80	138,15	47	76,07	55,1%
2015	50	118,46	25	48,33	40,80%
2016	56	141	32	63,73	45,20%
2017	79	187,92	47	94,15	50,11%
2018	58	105,45	32	72,68	68,92%
2019	/	132,82	/	102,39	77,09%
2020	/	104,58	/	76,98	73,61%

المصدر: اعداد الباحث اعتمادا على:

Securities commission Malaysia, Annual reports,(2011,P:6-53),(2012,P:6-62),(2013,P-P :134-135),(2014,P :144.), (2015,P :169.), (2017,P:159),(2019,P:183),(2020,P:167).

والشكل البياني رقم(4-14) ادناه يترجم منحى تطور نسبة قيمة الصكوك في السوق المالي الاسلامي الى اجمالي اصدارات السوق المالية الماليزية الكلية (صكوك اسلامية، وسندات ربوية).

الشكل رقم (4-18): تطور نسبة قيمة الصكوك في السوق المالي الإسلامي على إجمالي الإصدارات في السوق المالي الماليزي للفترة (2010-2020)



من اعداد الباحث طبقا لبيانات الجدول رقم (4-9).

التحليل:

2010: صادقت هيئة الأوراق المالية على 52 إصداراً لسندات الدين الخاصة بلغت 63,58 مليار رينجيت ماليزي (تشمل مجموعة إصدارات السندات التقليدية والصكوك الإسلامية)، منها 21 إصداراً لصكوك إسلامية بقيمة 40,33 مليار رينجيت ماليزي الموافق عليها من طرف الهيئة الشرعية الإسلامية مثلت 63,4% من إجمالي الإصدارات الجديدة، وتضمن صكوك المشاركة على سوق الصكوك بمبلغ 16,7 مليار رينجيت ماليزي أي ما نسبته 42,1% من الحجم الإجمالي للصكوك.¹

2011: وافق هيئة الأوراق المالية على 85 إصداراً من سندات الدين الخاصة بقيمة 112 مليار رينجيت ماليزي، منها 44 إصداراً صكوكاً بقيمة 78,9 مليار رينجيت ماليزي، تمثل القيمة 70% من إجمالي إصدارات السندات الجديدة المعتمدة. وقادت صكوك المشاركة سوق الصكوك الماليزية هذا العام، ممثلة 50,7 مليار رينجيت ماليزي أي 64% من الحجم الإجمالي للصكوك المعتمدة.²

2012: وافقت اللجنة العليا على 81 سنداً دين خاصة إصداراً بقيمة 103,3 مليار رينجيت ماليزي، منها 41 إصدارات من الصكوك الإسلامية بلغت قيمتها 71,1 مليار رينجيت ماليزي، وشكلت قيمة الصكوك 68,8% من إجمالي السندات الجديدة. وقادت صكوك المراجعة سوق الصكوك الماليزية في عام 2012 على أساس مبلغ تمثل 39,1 مليار رينجيت ماليزي أي 55% من الحجم الإجمالي للصكوك.³

2013: وافقت اللجنة العليا للمشاريع والإرث على 88 مقترحاً خاصاً بسندات الدين والصكوك الإسلامية بلغت 148,07 مليار رينجيت ماليزي، منها 49 مليار رينجيت ماليزي صكوك بقيمة 99,13 مليار رينجيت ماليزي، ومثلت قيمة الصكوك 67% من إجمالي السندات الجديدة، وقادت المراجعة سوق الصكوك الماليزية هذا العام تمثل مراجعة الصكوك 32,15 مليار رينجيت ماليزي أو 32,26% من الحجم الإجمالي للصكوك المعتمدة.⁴

2014: في عام 2014، وافقت اللجنة العليا على 80 إصداراً لنظام التوزيع العام 138,15 مليار رينجيت ماليزي، منها 47 إصداراً بقيمة صكوك بـ 76,07 مليار رينجيت ماليزي، ومثلت قيمة الصكوك 55,1% من إجمالي إصدارات نظام التوزيع العام الجديدة المعتمدة.

¹ - Securities commission Malaysia, Annual reports, 2010, P:6-54.

² - Securities commission Malaysia, Annual reports, 2011, P:6-53.

³ - Securities commission Malaysia, Annual reports, 2012, P:6-62.

⁴ - Securities commission Malaysia, Annual reports, 2013, P-P :134-135.

وكانت صكوك المراجعة قائمة لسوق الصكوك الماليزية هذا العام اذ مثلت مراجعة الصكوك 60,47 مليار رينجيت ماليزي أو 79,5% من الحجم الإجمالي للصكوك المعتمدة.¹

2015: في عام 2015 ، وافقت اللجنة العليا على إيداع 50 إصدارًا لنظام التوزيع العام بقيمة 118,46 مليار رينجيت ماليزي منها 25 إصدارًا من الصكوك بقيمة 48,33 مليار رينجيت ماليزي اي بنسبة 40,80% من الإجمالي إصدارات نظام التوزيع العام، وقادت صكوك المراجعة سوق الصكوك الماليزية ، بما مقداره 32,1 مليار رينجيت ماليزي اي 66,42% من الحجم الإجمالي للصكوك المعتمدة.²

2016: في عام 2016 ، بلغ إجمالي عدد السندات والصكوك 56 تمت الموافقة عليها وتقديمها إلى SC بمبلغ 140 مليار رينجيت ماليزي تمثل 45,20% من إجمالي الإصدارات من السندات والصكوك المعتمدة والمودعة ، منها 32 اصدار قيمة صكوك اسلامية بمبلغ 63,73 مليار رينجيت ماليزي.³

2017: في عام 2017 ، بلغ إجمالي سندات وصكوك الشركات 79 تمت الموافقة عليها بقيمة 187,92 مليار رينجيت ماليزي منها 47 صكوك اسلامية بقيمة 94,15 مليار رينجيت ماليزي ومثلت قيمة الصكوك 50,11% من الإجمالي الجديد سندات وصكوك الشركات المعتمدة والمودعة.⁴

2018: في عام 2018 ، بلغ إجمالي عدد اصدارات الشركات المقومة بالرينجيت 58 شركة تمت الموافقة على السندات والصكوك وإيداعها بقيمة 89,87 مليار رينجيت ماليزي منها 32 شركات صكوك بقيمة 50,97 مليار رينجيت ماليزي ، وشكلت قيمة الصكوك 56,72% من الإجمالي سندات الشركات الجديدة المقومة بالرينجيت و تمت الموافقة على الصكوك وإيداعها.⁵

2019: بلغت نسبة إصدار صكوك الشركات ما نسبته 77,09% مقارنة بسنة 2018 الذي وصلت نسبته الى 68,92% من إجمالي اصدارات سندات وصكوك الشركات.⁶

2020: اصدارات صكوك الشركات مثلت 73,61 % مقارنة بعام (2019) الذي وصلت نسبته الى 77,09% من إجمالي سندات وصكوك الشركات.⁷

التحليل:

من خلال بيانات الجدول اعلاه يمكن استقراء الملاحظات التالية :

- تميز حجم التداول لقيمة الصكوك في السوق المالي الاسلامي الماليزي خلال فترة الدراسة بتراوحها ما بين مبلغ 40,33 مليار رينجيت ماليزي كأقل مبلغ تم تداوله خلال سنة 2010 الى 84,15 مليار رينجيت ماليزي في سنة 2017.

- الزيادة الملحوظة لحجم مبالغ الصكوك على الرغم من انخفاضها عند بعض السنوات (نتيجة تأثيرها بعوامل ومناخ استثماري عام).

- زيادة الحجم المتداول ، يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية وقيمة الصكوك المتداولة وزيادة ثقة المستثمرين فيها وجذب أكبر عدد منهم ومنه التوسع في زيادة اعداد الاصدارات وقيمها المالية.

- زيادة حجم سيولة السوق المالية الماليزية عن طريق تحويل الصكوك الاسلامية بسهولة، وفي وقت وجيز، وبتكاليف أقل ، مما يؤدي الى توفير السيولة التي تعد احدى متطلبات الاسواق المالية لترفع من كفاءة سوق رأس المال.

- كان للحكومة الماليزية استراتيجية خلق وتوسيع سوق مالي اسلامي دولي (خاصة اصدار وتداول الصكوك) دورا كبيرا في اعطاء الثقة للمستثمرين في طلب اصدارات الصكوك الاسلامية .

¹ - Securities commission Malaysia, Annual reports,2014,P :144.

² - Securities commission Malaysia, Annual reports,2015,P :169.

³ - Securities commission Malaysia, Annual reports,2016,P :198.

⁴ - Securities commission Malaysia, Annual reports,2017,P :156.

⁵ - Securities commission Malaysia, Annual reports,2018,P :163.

⁶ - Securities commission Malaysia, Annual reports,(2019, p-p:180-181).

⁷ - Securities commission Malaysia, Annual reports ,(2020,P:165).

-زيادة السيولة في السوق المالي تعمل على زيادتها في مختلف قنوات الاقتصاد الكلي.

التحليل:

من خلال بيانات الرسم البياني اعلاه يلاحظ على تطور النسبة انهما من حيث القيمة كانت في زيادة مستمر اذ بلغت حوالي 63,43%، 70%، 68,8%، 67%، للسنوات من 2010 الى 2013 على التوالي نتيجة التوسع الكبير في حجم الاصدارات هذا من جهة ، والضرورة الملحة لطلب السيولة في السوق المالي الماليزي ، نظرا للتوسع الكبير في الاستثمارات القصيرة المدى والمتوسطة والطويلة المدى التي تحتاجها البنية التحتية لتطويرها خدمة لمتطلبات الشركات العاملة داخل الاقتصاد الماليزي في اعقاب الازمة المالية اواخر 2007 - 2008 ، وبعدها حصل انخفاض بلغ 55,1% عام 2014 واستمر حتى بلغ 50,11% سنة 2017 ، ثم بدأت النسبة في الزيادة ابتداء من سنة 2018 اذ بلغت حوالي 56% وكانت سنة 2019 سجلت اعلى نسبة اذ بلغت حوالي 77,09% بمبلغ اجمالي وصل الى 102,39 مليار رينجيت ماليزي.

3-مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية:

يوضح الجدول رقم(4-15) و الشكل رقم(4-15) أدناه مؤشر دوران الصكوك الإسلامية في السوق رأس المال الاسلامي وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (4-9):تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الاسلامي بماليزيا خلال الفترة (2010-2020)

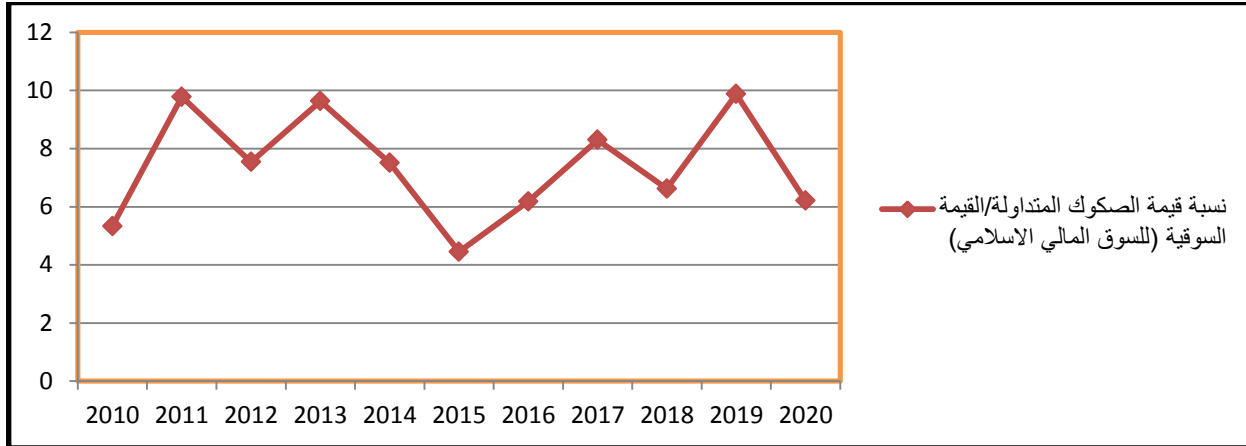
الوحدة:مليار رينجيت ماليزي

البيان السنوات	قيمة الصكوك المتداولة	القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي	نسبة قيمة الصكوك/ القيمة السوقية
2010	40,33	756	5,33%
2011	78,9	806	9,78%
2012	71,1	942	7,54%
2013	99,13	1,029	9,63%
2014	76,07	1,012	7,51%
2015	48,33	1,086	4,45%
2016	63,73	1,030	6,18%
2017	94,15	1,134	8,30%
2018	72,68	1,097	6,62%
2019	102,39	1,037	9,87%
2020	76,98	1,239	6,21%

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على:

Securities commission Malaysia, Annual reports , (2010, P:6-56), (2011,P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135), (2014,P : 146) , (2015,P:171), (2016,P:199) , (2017,P:158) ; (2018,P:164), (2019,P:182); (2020,P:167).

الشكل رقم (4-19): تطور نسبة قيمة الصكوك المتداولة/القيمة السوقية للسوق المالي الإسلامي



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على:

Securities commission Malaysia, Annual reports , (2010, P:6-56), (2011,P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135),(2014,P : 146) ,(2015,P:171),(2016,P:199) ,(2017,P:158) ;(2018,P:164), (2019,P:182); (2020,P:167).

التحليل:

-نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-15) والرسم البياني (4-15) تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة من (2010 الى 2020) ما يلي:

-شهدت عدة سنوات ارتفاع ملحوظ في معدل المؤشر اذ بلغ سنة 2011 حوالي 9,78%، وسنة 2013 ما نسبته قاربت الى 9,63%، و2017 حوالي 8,30%، ووصل الى اعلى نسبة سنة 2011 اذ بلغت نسبة معدل الدوران ما قيمته 9,87% . ماعدا ذلك شهدت بقية السنوات تذبذبا كانت بالبداية الضعيفة سنة 2010 اذ بلغ حوالي 5,33%،وبعدها بدأت في الزيادة ابتداء من 2012 و2013، ووصل المؤشر الى 7,5% .

كما لم تتجاوز نسبة معدل الدوران خلال السنوات 2016،2018،2020 ما نسبته 6,62% ، كما تعد اقل نسبة وصل اليها معدل دوران الصكوك في السوق المالي الماليزي قدرت بـ 4,42% في سنة 2014.

خلاصة الفصل الرابع:

تطرق الفصل الخامس الى إحدى الأدوات المالية المستحدثة عن طريق الابتكارات المالية الإسلامية لإيجاد بدائل عن السندات الربوية التقليدية الا وهي الصكوك الإسلامية ، التي اعطت دفعة قوية لمدخرات المستثمرين الذين يفضلون التعامل وفق الشريعة الإسلامية. فتناولت الدراسة الى مفهومها وخصائصها وأهميتها بالنسبة للأفراد، والمصارف والمؤسسات المالية ،والاسواق المالية الإسلامية وكذلك الى الاستثمارات الكبرى على الاقتصاد الكلي.

ثم تطرق البحث الى الأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية حسب الآجال الزمنية فقسمت هي الأخرى حسب الصيغة والطبيعة والقطاع الاقتصادي والتخصيص المحدد للإستثمارات، كما تم البحث في الصكوك الإسلامية التي تعتمد على مجالات التوظيف المتعدد كصكوك المضاربة، والمشاركة، والإجارة، والمراجحة، والسَّلَم، والاستصناع.

وتم التطرق في المطلب الثالث من المبحث الاول الى أهمية الصكوك الإسلامية وأهدافها التي أنشئت من أجلها.

اما في المبحث الثاني ومطلبه الاول والثاني تم البحث في الكيفية الفنية التي يتم بها اصدار الصكوك الإسلامية والجهات المتعلقة بالعملية ومراحل تنظيمها والاجراءات القانونية والتنظيمية لعملية الاصدار، اما المطلب الثالث فتم البحث في الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

أما المبحث الثالث والأخير، فتم اختيار السوق المالي الإسلامي الماليزي لدراسة كيفية تأثير الصكوك الإسلامية على أداء السوق، وتعد دولة ماليزيا رائدة في تجربتها في تطوير الصكوك الإسلامية والاستثمار فيها برؤوس أموال كبيرة .

فتطرق ت الدراسة في مطلبها الاول تحليل احصائيات تطور الصكوك الإسلامية في العالم، من خلال الاتجاه الكمي لها من خلال التركيبة القطاعية والتقسيم الجغرافية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية، تم التطور السنوي الكمي لإصدارات سوق الصكوك الإسلامية.

اما المطلب الثاني فتطرق الى السوق المالية الماليزية، عن طريق اعطاء لمحة عامة عن الاقتصاد الماليزي ونجاح خططها التنموية بفضل العمل على توفير البيئة الاستثمارية المناسبة (بيئة أعمال، وبنيات تحتية متطورة)، ثم تمت دراسة تركيبة النظام المالي بماليزيا من حيث النظام المالي المصرفي وسوق رأس المال وسوق رأس المال الإسلامي.

وملاحظ من خلال تتبع مسار تطور حجم ونوع الصكوك الإسلامية كنها تعد من أهم الابتكارات للصناعة المالية الإسلامية وخاصة في السوق المالي الإسلامي الماليزي المهيمن بصورة ملحوظة على حجم عدد الاصدارات ومبلغها، ولها دور كبير في توفير السيولة النقدية المحرك الرئيسي للبيع والشراء في عملية تداول الأدوات المالية الإسلامية، زيادة على الأثر الذي تتركه على التنمية الاقتصادية وزيادة معدلات النمو والخل والثرة والادخارات ومنه اعاد خلق الاستثمارات الحقيقة ذات المنفعة العامة وفق ضوابط شرعية تتمثل في العمل والانتاج في مباحات الشريعة

الفصل الخامس: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية

- دراسة حالة السوق المالية السعودية -

تمهيد

سنتناول في هذا الفصل دراسة شاملة عن الصناديق الاستثمارية من حيث فكرة النشأة وأسبابها وأهدافها، ثم نحدد المفهوم والخصائص والأنواع، والتصنيفات لصناديق الاستثمار، ونحدد مفهوم وخصائص والضوابط الشرعية للصناديق الاستثمارية الإسلامية وأنواعها حسب الصيغ الإسلامية الشرعية. ثم نتطرق كدراسة حالة للسوق المالي السعودي لكونه من أكبر الأسواق المالية المستثمرة في هذا النوع، ومن جهة أخرى كونها وبنسبة عالية إسلامية أو متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ولإلمام بالسوق المالي السعودي وإظهار مدى أثر هذه الصناديق على أداء السوق حسب المؤشرات الرئيسية خلال الفترة 2010 إلى 2020 من المؤشر العام للسوق، إلى تطورات قيمة الأسهم المتداولة إلى عدد الأسهم والصفقات المنفذة.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: المفهوم والخصائص والأنواع للصناديق الاستثمارية

المبحث الثاني: مفهوم وخصائص وضوابط صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية

المبحث الأول: المفهوم والخصائص والأنواع للصناديق الاستثمارية

تمهيد:

يتناول هذا المبحث ثلاثة مطالب نبحث فيها النشأة وماهية الصناديق الاستثمارية ثم نتطرق الى دورها المالي والاقتصادي، والى خصائصها المتميزة بها ، وفي آخر هذا المبحث نتطرق الى أنواعها حسب التصنيفات المختلفة من حيث الهدف وهيكل رأس المال والمكونات ومكان الاستثمار وطرق وأساليب ادارتها وذلك حسب التقسيم التالي:

المطلب الأول: النشأة وماهية الصناديق الاستثمارية.

المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: أنواع وتصنيفات الصناديق الاستثمارية.

المطلب الأول : نشأة ومفهوم وخصائص الصناديق الاستثمارية

تمهيد:

يتناول هذا المطلب لمحة عن تاريخ نشأة صناديق الاستثمار، ثم مفهومها والتميز بينها وبين الصناديق الاستثمارية الإسلامية، ودورها المالي والاقتصادي وذلك حسب العناصر التالية:

1-لمحة عن تاريخ نشأة صناديق الاستثمار العالمية والعربية

1-1-التطور التاريخي لنشأة الصناديق الاستثمارية العالمية: تعتبر الإدارة الجماعية لمجموع المدخرات إحدى أولى صور الصناديق الاستثمارية، إذ تجلت في صناديق المعاشات، وذلك باقتطاع جزء من أصحابها العاملين والقيام باستثمارها لتحقيق عائد يستفيد منه عند بلوغهم سن التقاعد أو المعاش، لمواجهة مستحقاقهم المعيشية.

يجمع المؤرخون على أن أول صندوق استثماري كان في هولندا عام 1822، ثم إنجلترا مهد الثورات الصناعية الأولى والثانية عام 1870م، إلا أن البداية الفعلية لهذه الصناديق بالمفاهيم والأسس القائمة عليها الآن كانت في ولاية واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1924 إذ تم إنشاء أول صندوق باسم (Masochists In vostment trust) على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية بأصول تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يملكها 200 مساهم، وفي سنة 1929 أنشأ الأمريكيون الصناديق المفتوحة، التي تعمل بإصدار حصص جديدة وبشكل مستمر، وإعادة شراء الأنصبة الأولى دون الرجوع إلى البورصة، وكانت بداية سنة 1933 هي العمل على إصدار قوانين وتشريعات تستهدف حماية المستثمرين في الصناديق الاستثمارية في أمريكا، كما أصبح قطاع الصناديق الاستثمارية يحتل المركز الرابع بين القطاعات المالية من حيث الحجم بعد كل من البنوك التجارية، ومؤسسات الادخار والقروض وشركات التأمين¹.

وقد صدر قانون يخصص تنظيم تكوينها، وإنشائها سنة 1940، وتعد الفترة الممتدة ما بين الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد الكبير المراحل الأولى لعملية نمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أنه كانت خبرة هذه الصناديق باعتبارها مؤسسات مالية ضعيفة لسوء إدارتها، وفي سنة 1966 وصل عدد صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ما يقارب نحو 550 صندوقاً استثمارياً، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار².

كما شهدت الأسواق المالية للدول الرأسمالية الناشئة تطوراً ملحوظاً من حيث الحجم والتنوع، إذ قارب عدد الصناديق الاستثمارية في قارتي آسيا وأمريكا الجنوبية الـ(400) صندوق بمبلغ مقدّر بـ 260 مليار دولار. واستمرت في زيادة متسارعة إلى أن وصل سنة 1992 إلى 3900 صندوق³.

1-2-التطور التاريخي لنشأة الصناديق الاستثمارية العربية: أما بالنسبة للدول العربية كانت المملكة العربية السعودية هي الأولى التي أنشأت "البنك الأهلي التجاري"، أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في شهر ديسمبر 1979، وبنجاحها واصلت البنوك السعودية في عملية إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، ثم تلتها دولة الكويت بتجربتها بإنشاء الصناديق الاستثمارية سنة 1985 وتبعتها العديد من الدول العربية كمصر، والبحرين، وسلطنة عمان عام 1994، والمملكة المغربية 1995، ولبنان 1996، والمملكة الأردنية 1997⁴.

كما قدر إجمالي المدخرات المكونة للصناديق الاستثمارية العربية بين الفترة الممتدة من سنة 1993 إلى سنة 1995م بما يزيد عن

¹ - عصام خلف العنزي، "صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها - دراسة فقهية قانونية"، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الاردن، ماي 2004، ص-ص: 8-9

² - جريدة الاقتصادية، "تاريخ صناديق بوتيرة الاستثمار وأهدافها ومزاياها وقياس أدائها"، المطلاع عليها يوم 2019/6/10 على الموقع الإلكتروني، www.aleqt.com

³ - صالح محمد الخناوي، إبراهيم جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 201

⁴ - جريدة الاقتصادية، "تاريخ صناديق الاستثمار وأهدافها ومزاياها وقياس أدائها"، مرجع سابق، المطلاع عليها يوم 2019/6/10 على الموقع الإلكتروني، www.aleqt.com

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

830 مليون دولار، لحوالي 20 صندوقاً استثمارياً يستثمر في أسواق الأسهم في البلدان سلطنة عمان، والبحرين، والأردن، ومصر، وتونس، والمغرب.¹

إذا ما قورن هذا المبلغ (830 مليون دولار)، بإجمالي الأموال التي تديرها الصناديق الاستثمارية في الأسواق المالية الناشئة بجنوب شرق آسيا وأمريكا الجنوبية عند نهاية سنة 1995م والمقدرة بحوالي 260 مليار دولار، نجد مبلغ صغير لا يتعدى نسبة 0.31%.²

1-3-نشأة الصناديق الاستثمارية الإسلامية: تم إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمحاكاة الصناديق الاستثمارية العالمية من حيث المبدأ باعتبارها إدارة جماعية لمجموع المدخرات بمختلف مستوياتها، إلا أنها تأخذ بالضوابط الشرعية الإسلامية كمحددات لمختلف العمليات المالية التي تشكل وتدار بها الصناديق الاستثمارية الإسلامية.

تعتمد الأطراف المكونة للصندوق الاستثماري الإسلامي على علاقة مدير الصندوق بأصحاب الأموال "بعقود المضاربة" أو "الوكالة بالاستثمار" وفق الأحكام والضوابط الشرعية الإسلامية.³

كان أول صندوق استثماري في منطقة الخليج العربي بالمملكة العربية السعودية، إذ تم إنشاؤه عن طريق "البنك الأهلي التجاري" سنة 1979، مخصصاً للاستثمارات القصيرة الأجل بالدولار الأمريكي، وكان يتعامل البنك قبل أن يتقيد بالضوابط الشرعية الإسلامية على أساس نظام الفائدة الربوي.⁴

ثم تنامت عملية إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية بصورة متزايدة في منطقة الخليج العربي وبقية البلدان العربية الأخرى، وكذا الدول الإسلامية (كماليزيا) وهذا من سنة 2008 إلى 2014، ثم أخذت بالتراجع من سنة 2015 إلى 2017، ثم أظهرت الصناديق الاستثمارية الإسلامية نمواً إيجابياً من حيث القيمة الإجمالية للأصول المسيرة منتعشة من النمو المتباطئ في السنوات (من 2015 إلى 2017)، وكان النمو في القيمة الإجمالية للممتلكات المشرفة عليها إدارة الصناديق الإسلامية مدعومة بالنمو القوي في أسواق الأسهم فضلاً عن زيادة متوسط حجم الصناديق، كما ارتفع إجمالي عدد الصناديق الإسلامية من 1489 صندوق في سنة 2018 إلى 1545 صندوق في سنة 2019.⁵

2- مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية:

2-1- مفهوم صناديق الاستثمار: تعد الزوايا التي تبني عليها تعريفات صناديق الاستثمار مختلفة، غير أنها تلتقى مع بعضها في العديد من الإجراءات الفنية لعمل الصناديق الاستثمارية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، وفي هذا الصدد نأخذ بعض التعريفات ونحدد مفهومها ومختلف الإجراءات التقنية لعملها ونذكر:

التعريف الأول: الصناديق الاستثمارية هي شركات استثمارية متكونة من وسطاء ماليين تعمل على جمع الفوائض المالية واستثمارها في موجودات مالية كالسندات والأسهم بهدف حصول المدخرين المستثمرين على عوائد مالية.⁶

التعريف الثاني: الصناديق الاستثمارية هي وعاء مالي تجمع وتدار أموال المستثمرين، حيث يقوم المستثمرين بتقديم أموالهم للإدارات ذات الخبرة التي تعمل على عملية استثمارها في مختلف الأدوات المالية لتحقيق عائد لجميع الأطراف ذات الصلة بالعملية

¹ - فخر الدين الفقي وأخرون، "دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار"، وكالة الأنباء الكويتية "كوونا"، القسم الاقتصادي، 1996، ص: 46

² - أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام للطباعة النشر، الطبعة الأولى، القاهرة، 2004، ص: 54

³ - المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية، عقد مملكة البحرين في شهر سبتمبر، مطبوعات إدارة المؤتمر، مملكة البحرين، 2006، ص: 14

⁴ - شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجرية جمهورية مصر العربي - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر-3، سنة 2012، ص: 164

⁵ - IFSB, Islamic Financial Services Board, Islamic Financial Services Industry Stability Report July 2020, p:29

⁶ - عطية عبد الحليم صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، المنعقد بمركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، بتاريخ 1997/03/22، ص: 21

التعريف الثالث: هي توليفات من تشكيلات تختار بعناية ودقة متناهية من مختلف أنواع الأوراق المالية لتحقيق كل منها أهداف الفريق المعين من المستثمرين المرتقبين، أما عن جمهورها المستهدف فيشكلون المستثمرين المتوفرة لديهم الفوائض المالية الكافية ولكن تنقصهم المعرفة والخبرة والوقت الكافيين لإدارة تلك التشكيلة².

التعريف الرابع: هي كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد توجهه إلى شراء الأوراق المالية المختلفة³.

كما تعرف بأنها: شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات وتعمل على استثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تتناسب مع قدرات كل فئة⁴.

ويتضح من مختلف هذه التعريفات المفاهيم التالية:

-صناديق الاستثمار هي شركات تأخذ بطابع شركة المساهمة، تعمل على جمع الأموال من المدخرين؛

-توجه مجموع الأموال المحصل عليها من طرف الصناديق الاستثمارية إلى استثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق؛

-الصناديق الاستثمارية تدار من طرف مديرون ذوي خبرة عالية في تسيير لهذه الصناديق؛

-تهدف إلى تجميع الأموال المدخرة من مختلف الفئات؛

-تهدف إلى الحصول على العوائد المالية المجزية بأقل مخاطرة ممكنة؛

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن أن نعرف الصناديق الاستثمارية بـ: ((هي شكل من إحدى أنواع مؤسسات الاستثمار الجماعي، قد تأخذ بطبيعة شركة المساهمة أو وحدة منظمة مستقلة بوسط الجهة المكونة لها كشركة، أو بنك، ويركز عملها الأساسي على جمع الأموال من المدخرين الطبيعيين أو الاعتباريين حسب مستوياتهم، في وعاء مالي، تستثمر أمواله في تشكيل محافظ مالية متنوعة من الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، يتولى تسييرها مديرون ذوي خبرة واحترافية عالية، مقابل الحصول على عائد مجزي، بأقل المخاطر الممكنة)).

2-2- مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية: تعد صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم أنواع الأدوات المالية الإسلامية النشطة داخل سوق الأوراق المالية، وتمثل شكلاً تنظيمياً حديثاً، يعمل على إدارة أموال صغار المدخرين بصورة أساسية وفقاً لرغبات جمهور المستثمرين لتحقيق أفضل العوائد بأقل المخاطر ووفقاً للضوابط الشرعية الإسلامية.

كما يمكن التطرق إلى أهم تعريفات صناديق الاستثمار الإسلامية على النحو التالي:

التعريف الأول: تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تعمل على جمع أموال المستثمرين في صورة وحدات، أو صكوك استثمارية، ويقوم بإدارتها جهة من أصحاب الخبرة والاختصاص، لتوظيفها بإحدى صيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة وتوزيع صافي العائد فيما بينهم حسب العقد المتفق عليه، وتضبط وتحكم جميع معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم داخل السوق⁵.

التعريف الثاني: يعرف صندوق الاستثمار الإسلامي كونه عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط، وبين

¹ - عطية حليلة، بن سماعين حياة، "صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية - حالة سوق الأسهم السعودي"، العدد الأول، المجلد الحادي عشر، مجلة دفا تر اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020، ص: 100

² - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015، ص: 91

³ - علي جمعة محمد، محمد أحمد سراج، أحمد جابر بدران، "موسوعة فتاوي المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، المجلد الثامن، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، مصر، 2009، ص: 242

⁴ - نفس المرجع، ص: 242

⁵ - عمر علي أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، خصائصها دراسة تأصيلية"، مجلة جامعة المدينة العالمية - مجمع - العدد 12، 2015، ماليزيا، ص: 200

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

المكتبتين فيه الذين يمثلون رب المال الذين يقومون بدفع المبالغ المالية النقدية إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب وهي التي تقوم بجمع حصيلة الاكتتاب الذي يمثل رأس مال المضاربة، وتُسَلَّم للمكتبتين صكوكا بالقيمة النقدية المدفوعة التي تمثل حصة شائعة في رأس المال الذي تعمل الإدارة على استثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية أو غير مباشرة كبيع وشراء أصول وأوراق مالية كالأسهم في الشركات الإسلامية ويتم توزيع العوائد حسب نشرة الاكتتاب الملزمة للطرفين¹.

3- دور صناديق الاستثمار المالي والاقتصادي:

3-1- بالنسبة للاقتصاد الوطني²: -تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة المشاركة في قطاع الأعمال العامة، من خلال خلق المناخ الاستثماري المناسب للترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وإيجاد التمويل الكافي للشراء بواسطة تجميع فوائض المدخرات.

-تعمل الصناديق الاستثمارية على التقييم التنافسي للأوراق المالية؛

-تُنشِطُ الصناديق الاستثمارية أسواق رأس المال بواسطة جذب صغار المدخرين المستثمرين في الأوراق المالية بطريقة عملية لا تحتاج منهم إلى دراية مالية كبيرة؛

-الصناديق الاستثمارية تعد أداة لتحريك الاستثمارات إلى قطاعات ذات منفعة كبيرة للاقتصاد لأن مصدر تمويلها من مدخرات القطاع الخاص أفراداً أو مؤسسات؛

-تساهم الصناديق الاستثمارية بالعملية إلى تنمية السوق المالية المحلية؛

-تساهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في الميزان التجاري للبلاد؛

-تعمل الصناديق الاستثمارية على تنويع استثمارات القطاع الخاص؛

3-2- بالنسبة للأفراد المستثمرين: -توفير فرص استثمارية متنوعة لتوظيف أموال مختلف فئات المستثمرين أصحاب المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبطريقة تهدف إلى تحقيق أرباح أعلى من عوائد ودائع البنوك مع إيجاد الإطار المناسب لحماية أموالهم من المخاطر الاستثمارية³؛

-إمكانية استفادة الأفراد المستثمرين من التنوع الاستثماري والتقليل من درجة المخاطرة الاستثمارية؛

3-3- فوائد البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة من الصناديق الاستثمارية⁴: -جذب وتجميع مدخرات الأفراد: تعد البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة محل ثقة العملاء والمستثمرين، وعند إنشائها لهذه الصناديق تعمل على إعطاء فرص متعددة أمام المستثمرين حسب فئاتهم لتوظيف مدخراتهم، في استثمارات متنوعة مواكبة لما تقتضيه التطورات الاستثمارية في الفضاء المحلي والدولي؛

- تحقيق عمولات الاستثمار مقابل إدارتها لتلك الصناديق إما عن طريق نسبة معينة من إجمالي الموجودات، أو من الأرباح المحققة من استثمارات أموال الصناديق أو عمولات محددة؛

- الدعاية والاشهار للبنوك وشركات الاستثمار لنشاطاتها، بمجرد الإعلان عن تأسيس الصندوق الاستثماري، وبالتالي يعد أمراً مهماً في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء لنشاطاتها، مع تحقيق عوائد أكثر؛

3-4- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية: -تعمل الصناديق الاستثمارية على تنشيط التعاملات المالية داخل سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب مع ظروف المستثمرين المحتملين؛

¹ - انظر الى المرجعين:

- وليد هومل عوجان، صناديق الاستثمار -دراسة وتحليل-، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الامارات العربية المتحدة، بتاريخ 6 إلى 8 مارس، ص:32

-حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية ادائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2011، ص:136

² - شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تجربة مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، ص-ص: 170-171

³ - هشام أحمد عبد الحفي، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية"، الطبعة الاولى، منشأة المعارف، 2011، ص:59

⁴ - شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -تجربة مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مرجع سابق، ص-ص: 172-173

- كما تقوم الصناديق الاستثمارية بشراء توليفة من الأوراق المالية المتداولة داخل السوق، مما يعمل على تفعيل حركية الأسواق؛
- كما تعرض أسهم الصناديق للتداول العام مما يزيد من الأوراق المالية المتداولة بداخل السوق¹؛
- كما يزيد من نشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية ويعمل على تطويرها وتوسيعها والقدرة على الانفتاح على البورصات العالمية²؛

¹ - شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -تجربة مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مرجع سابق ، ص173

² - عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة-"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2010، ص:112

المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار

تمهيد:

تناول هذا المطلب خصائص صناديق الاستثمار من حيث تسهيل عملية الاستثمارات والقدرة على تنويع محافظها المالية، وتوفير السيولة لتوسيع وتسريع تداولات السوق، و إتاحة فرصة دخول صغار المستثمرين الى السوق وذلك حسب العناصر التالية:

1- خصائص صناديق الاستثمار:

تتميز الصناديق الاستثمارية بمجموعة من الخصائص التي تميزها غيرها من أساليب الاستثمار، ويمكن ذكرها على النحو الآتي:

1-1- الإدارة المحترفة والمتخصصة: تعد المكانة الجيدة لإدارة الصناديق الاستثمارية من طرف طاقم إداري محترف متخصص في مجال الاستثمار المالي إحدى أهم الخصائص التي تميزها عن غيرها، وتعتبرها عامل مهم لجذب المستثمرين لمخزنتهم لاستثمارها داخل الصناديق، إن إدارة صندوق الاستثمار بواسطة خبراء ومحترفين بمجال الأدوات المالية المختلفة تجنب إلى قدر كبير المستثمر من المخاطرة باتخاذ قرارات غير صحيحة.

أما الإدارة المحترفة والمتخصصة في مجال استثمار الأدوات المالية المكونة من صناديق الاستثمار، تعتبر هي مديرية الاستثمار ومتابعة ومراقبة تطورات السوق المالية من أسعار وحجم ومخاطر محتملة وتطورات وتقلبات، كما تعمل على تحقيق أفضل عائد استثماري ممكن، لا يحققه المستثمر العادي بمفرده إذا قام باستثمار أمواله¹.

1-2- استثمار أموال المدخرين في الأوراق المالية: إن الأساس الذي بنيت عليه الصناديق الاستثمارية هو الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة داخل السوق، كما لا يمكن لها أن تستثمر أموال المدخرين في أي طبيعة أو مجال آخر (أعمال مصرفية، التعامل بالقيم المالية... الخ) إلا بترخيص خاص من الهيئة العامة المشرفة على السوق المالي².

1-3- الملكية المشتركة لأموال المدخرين المستثمرين في الصندوق الاستثماري: يتيح ملكية مشتركة لأموال المدخرين المستثمرين في الصندوق، أي أنَّ وثائق الاستثمار المصدرة من الصناديق ولكل وثيقة مالك محدد، فأموال الصندوق المتجمعة من مجموع القيمة المالية لكل الوثائق، فهي مملوكة ملكية مشتركة لجميع الأفراد المكتتبين في الصندوق الاستثماري³.

1-4- السيولة: يمكن استرداد وثيقة الاستثمار بقيمتها السوقية بسهولة، مع وجود بعض الاستثناءات، أما إذا وجدت شروط تقييد عمليات الاسترداد فإنه عادة يتم الإفصاح عنها ضمن نشرة الاكتتاب الخاصة بالسوق⁴.

1-5- المرونة والملائمة: في معظم الأوقات يكون الصندوق الاستثماري عبارة عن جزء من عائلة تضم مجموعة من الصناديق المختلفة الأغراض، والتي تسير وتدار بخبرة ومعرفة إدارة واحدة، وعليه يمكن للمستثمرين في أساس الصندوق أن ينقل أمواله من صندوق إلى آخر داخل مجموعة الصناديق بتكاليف قليلة أو بدونها⁵.

1-6- سهولة الاستثمار: تضع أغلبية الصناديق الاستثمارية حدوداً دنياً لإمكانية الاستثمار فيها لا يتعدى مبالغ صغيرة بقدر إمكانات المستثمر المالية المحدودة⁶.

1-7- تنويع الاستثمارات: تقوم استراتيجية الاستثمار داخل الصناديق لاستثمارية على مبدأ التنويع في الاستثمارات بين مختلف

¹ - شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -تجربة مصر العربية- مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مرجع سابق، ص: 174

² - نفس المرجع، ص: 174

³ - نفس المرجع، ص: 175

⁴ - دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، "دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)", مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الأول، جامعة بوزيان عاشور، الحلفة، الجزائر، ص: 220

⁵ - نفس المرجع، ص: 220

⁶ - دلال بن سمينة، وآخرون، "دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)", مرجع سابق، ص: 220

- الأدوات المالية، مما يعطي الفرصة لصغار المستثمرين لتنويع استثماراتهم عن طريق هذه الصناديق.¹
- 1-8- عملية التنظيم والشفافية والإفصاح:** تقوم بالإشراف والرقابة على الصناديق الاستثمارية هيئات حكومية أو شبه حكومية للتأكد من الالتزام بمسؤوليتها لعملية الإفصاح الكامل والشفاف لكل الأطراف ذات الصلة.²
- إذ من خلالها يتم التقييم الصافي لأصول الصندوق، مما يتيح للمستثمر المعرفة الدائمة لعائداته الاستثمارية، وإمكانية اتخاذ القرار بالاستمرار، أو التسييل، أو زيادة الاستثمار داخل الصناديق الاستثمارية.³
- 1-9- إتاحة فرصة دخول السوق المالية لصغار المستثمرين:** مكنت الصناديق الاستثمارية صغار المستثمرين والراغبين في الحصول على عوائد مالية من دخول السوق المالية، وفتحت لهم طريق الاستثمار فيها، على الرغم من حرماتهم لسنوات طويلة من التعامل فيها والاستفادة من ميزاتهما، إذ كانت حصصاً لكبار المستثمرين.⁴
- 1-10- توزيع وتقليل المخاطر في الصناديق الاستثمارية:** تتعرض الصناديق الاستثمارية إلى اختلاف عائد الاستثمار الفعلي عن عائدها المتوقع نتيجة المناخ الاستثماري كالكركود والضعف الاقتصادي، وخطر التضخم المؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، وذلك من خلال توزيع الاستثمار على العديد من الأدوات المالية الاستثمارية أو من خلال التنويع الجغرافي للاستثمار حسب أهداف واستراتيجية الصناديق.⁵
- 1-11- زيادة الدخل ورأس المال:** من الخصائص والمزايا للصناديق الاستثمارية أنها مصممة لزيادة رأس المال بصورة تدريجية على مدى فترات زمنية طويلة من خلال إمكانية تحقيق أرباح رأس مالية.⁶
- 1-12- الرفع الائتماني:** من خصائص الصناديق الاستثمارية هي ميزة الرفع الائتماني أو ما يعرف "بالرافعة"، وهي إمكانية اقتراض الصندوق الاستثماري أموالاً كبيرة ترفع من قدرته على توسيع الاستثمارات وزيادة أرباحه، وهذا ما لا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات المحدودة.⁷
- 1-13- تنشيط حركة أسواق المال:** يصاب المستثمرون العاديين بخيبة الأمل عند فشل مدخراتهم في الأوراق المالية بسبب عدم خبرتهم، وصغر حجم مدخراتهم، يجعلهم ينسحبون من الأسواق المالية، فإذا أتت الصناديق الاستثمارية لاستقبال هذه المدخرات وأحسنست استثمارها وحققت عائداً من الأرباح المجزية والمستقرة للمستثمرين العاديين فإن ذلك يكون وسيلة لضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية.⁸
- 1-14- التشجيع على الاستثمار الداخلي:** تعمل الصناديق الاستثمارية على تحقيق أرباح مجزية للرأسمال المستثمر مع تقليل وتوزيع نسبة المخاطر، مما يجذب المستثمرين ويجفزههم على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، وهي بهذا تعمل على حماية المدخرات ومنعها من التسرب للاستثمار خارج البلاد⁹، والحد من خروج الأموال من الدول النامية التي هي في أمس الحاجة إليها.

¹ - نفس المرجع، ص: 220

² - نفس المرجع، ص: 220

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 2003

⁴ - منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1993، ص:

⁵ - زينب السيد سلامة، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية"، العدد الأول، المجلد 39، مجلة الإدارة العامة، ص: 85

⁶ - عياد بن عوض المهلكي، "واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية"، الطبعة الأولى، مكتبة جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1999، ص: 27

⁷ - محمد علي القرني عيد، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 216، 1999، ص: 410

⁸ - حسني المصري، "صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن"، بدون دار طبع، 1995، ص: 38

⁹ - محمد صالح الحناوي، وآخرون، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 204

المطلب الثالث: : أنواع وتصنيفات الصناديق الاستثمارية

تمهيد:

إن جل الدراسات والبحوث التي اهتمت بالصناديق الاستثمارية سواء من الجانب القانوني أو الإداري، أو الشرعي أو الاقتصادي ترى وجود أنواع عديدة أخذها الباحثون بعين الاعتبار، ويمكن وضع أهمها ضمن عناصر، وكل عنصر يجمع اعتبارات محددة.

1-أنواع الصناديق الاستثمارية حسب الهدف:

يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية باعتبار الهدف الذي يريد المستثمر أن يحققه إلى الأنواع التالية:

1-1-صناديق النمو (Growth Funds): تنشأ هذه الصناديق بهدف الحصول على مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق وتعرف بـ (صناديق الاستثمار ذات العائد التراكمي أو النمو الرأسمالي)¹.

كما لا يكون الهدف من تكوينها الحصول على عائد منتظم، بل الدخول في عمليات المضاربة الهادفة إلى الاستفادة من تقلبات أسعار الأدوات المالية الاستثمارية، وتكون غالباً أسهماً ذات أخطار مرتفعة².

كما يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو على تحقيق تطور وزيادة في القيمة السوقية لتركيبية الصندوق، لهذا يمكن أن تشكل تلك الصناديق من أسهم عادية للمؤسسات التابعة لصناعة تتميز بدرجة عالية من النمو³، أو شركات ناشئة تتوقع الدراسات الاقتصادية لها النجاح والتوسع والنمو حسب المناخ الاستثماري المناسب الذي يحقق هذا النمو.

بالنظر لطبيعة أسهم الشركات المشكلة لصندوق النمو فإن توزيعات الأرباح لن تكون كبيرة، بحيث إن الإدارة المسيرة لهذه الشركات تهدف إلى رصيلة احتياطياتها المالية واستخدامها في مختلف الأوجه الاستثمارية المربحة والمحققة لنمو الصندوق⁴.

كما تتميز صناديق النمو بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيحها كالتالي:

أ-تحقق نمو مستمر وجيد في عوائدها (التمثلة في الأرباح السنوية، وفارق في الأوراق المالية المستثمرة)؛

ب-ارتفاع عوائد الأسهم؛

ج-استقرار في معدل نمو الصندوق (زيادة رقم أعمال الشركة أو أرباحها من سنة إلى أخرى)؛

د-تتحمل أسهم صناديق النمو مخاطر أقل من الصناديق الاستثمارية الأخرى؛

1-2-صناديق الدخل (Income Funds): تكون صناديق الدخل بهدف تحقيق عائد دوري مناسب على الاستثمار⁵. وهي تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية أعباء معيشتهم⁶.

ولتحقيق هذا الهدف يقوم صندوق الدخل باستثمار أمواله في مجموعة من السندات وأذونات الخزينة ذات الدخل الدوري الثابت، ويضاف لها الأسهم العادية للشركات المعروفة بعدم تقلب أسعار هذه الأسهم في السوق وبعدم التذبذب في التوزيعات النقدية للأرباح. كما يمكن أن تشمل التشكيلة على أسهم وسندات شركات كبيرة الحجم ومستقرة "Blue-chip" توزع أغلبية أرباحها المتولدة من الاستثمار، كما يخضع هؤلاء المستثمرون عادة لشريحة ضريبية صغيرة وربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق المحتمل بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد، ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية⁷.

¹ - أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والافصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص:24

² - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، الطبعة الثانية، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص:80

³ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015، ص:126

⁴ - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص:59

⁵ - حسين عطاء غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص:27

⁶ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص:127

⁷ - نفس المرجع، ص:127

ومن المأخذ على هذا النوع من الصناديق أنه يتعرض لنوعين من المخاطر¹:

النوع الأول: إمكانية خطر الإفلاس التي يمكن أن تكون في الاستثمار في سندات الشركات.

النوع الثاني: مخاطر أسعار الفائدة الربوية المحرمة شرعاً المتمثلة في التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للسندات طويلة الأجل، لهذا تقوم هذه الصناديق إلى تقييم ومراجعة استثماراتها حسب الظروف السوقية المستجدة وتحركات سعر الفائدة خاصة في الفترة المتوسطة الأجل إذ تتقلب القيمة السوقية لأموال هذه الصناديق مع حساسية التقلبات في أسعار الفائدة.

1-3- صناديق الدخل والنمو (Growth and Income Funds): يتميز هذا النوع من الصناديق أنه يجمع بين العائد الدوري والنمو الرأسمالي، لهذا تسمى (الصناديق المتوازنة (Balanced Funds)²، إن هذا النوع من الصناديق يستهدف أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، وفي نفس الوقت يرغبون إلى تحقيق قدر من النمو المطرد لاستثماراتهم³. كما يجتهد مدير هذه الصناديق على إمكانية اختيار "التوليفات" المناسبة من الأوراق المالية ذات المخاطر الفردية الفردية المتنوعة (عالية أو منخفضة) في سبيل الحصول على دخل مستقر، ونمو لعائد الصندوق في نفس الفترة الزمنية للاستثمار⁴. ويتكوّن في غالب الأحيان هذا النوع من الصناديق من تشكيلة من الأسهم العادية وأنواع الأوراق المالية ذات الدخل الثابت⁵، وعادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة ومتنوعة قد تشكل أسهما في الشركات المبدعة في الاكتشافات العلمية أو أسهما في شركات الخدمات العامة الأساسية (كالكهرباء، والمياه، وخدمات الهاتف، وغيرها...)، في مناطق تشهد معدل مرتفع للنمو الديمغرافي⁶، وتدار من طرف خبراء متخصصين لتعظيم العائد للقيام بإجراءات توزيعه على حملة الوثائق الاستثمارية واستثمار الأرباح المحققة⁷. وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يتطلب إنجازها من خلال ربط التوازن القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويل الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الربوية للعوائد)، وهذا كله يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة، وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحول أو المخاطرة⁸.

كما تتميز هذه الصناديق بعملية تجزئة الأرباح المحققة خلال فترة زمنية معينة إلى جزئين:

أ-توزع على حملة الوثائق الاستثمارية أرباح بصورة دورية بحسب ما يملكه كل مستثمر من الوثائق؛

ب-تضاف أرباح إلى قيمة الوثائق ومنه تزيد القيمة السوقية للوثيقة وفي بعض الأحيان يتم توزيع وثائق مجانية عندما تصل قيمة الوثيقة إلى حدود معينة، ويتم هذا في منشور نشرة الاكتتاب⁹.

ويلاحظ أن معظم الصناديق الاستثمارية التي تأسست في المنطقة العربية تدرج تحت هذا النوع¹⁰.

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين صناديق الدخل والنمو (Income-Growth) التي تعطى فيها الأولوية لهدف الدخل، وصناديق

¹ - عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الثانية، دار الجامعة الجديدة للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص: 80

² - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مرجع سابق، ص: 80

³ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 127

⁴ - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية- مؤسسات -أوراق- بورصات"، الطبعة الثانية، دار الشروق، 2007، ص: 205

⁵ - عطية فياض، "التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار الإسلامي"، بحث مقدم إلى ندوة: (صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل)، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل، القاهرة، مصر، 1997، ص: 55/1

⁶ - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخزين"، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 39

⁷ - محمد الحناوي، نبال فريد، جلال العبد، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 259

⁸ - هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 228

⁹ - محمود محمد عبد ربه حمد، "طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 42

¹⁰ - حسين عطاء غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص: 27

النمو والدخل (Growth- Income) التي تعطى فيها الأولوية لهدف النمو¹.

1-4- صناديق إدارة الضريبة (Tax-Managed Fundes): يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك التي لا تقوم بتوزيعات لأرباحها المحققة على المستثمرين، بل تعمل على إعادة استثمارها في تكوين محفظة للأوراق المالية مقابل حصول المستثمر على أسهم أو وثائق إضافية تعادل قيمتها²، وتكون بهذه العملية تجنب دفع الضريبة على الأرباح من قبل المستثمرين، لأنه لم يحصل على دخل بشكل أرباح موزعة ولهذا لا يدفع ضريبة الدخل، لأنه سيتم دفعها عند بيع الأوراق المالية³. كما يناسب هذا النوع من الأسهم المستثمر الذي تكون له الرغبة في تأجيل دفع الضريبة إلى السنوات اللاحقة، كما يلائم المستثمر الذي تخضع لشريحة ضريبة عالية⁴، في إطار نظام ضريبي ذو معدل ضريبة مفروض على الربح الإرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي⁵.

1-5- الصناديق المتخصصة (Speciality Funds): ينشئ هذا النوع من الصناديق ليكون مخصصاً لهدف معين كصندوق إعمار الكويت، أو لبنان، أو إعمار البوسنة والهرسك بعد الحروب... الخ⁶، أو مخصصة للاستثمار في أسهم شركات متخصصة بنشاط معين مثل شركات الإلكترونيك أو شركات النفط أو تقتصر على صناعة معينة كصناعة الطائرات⁷، أو في قطاع معين كقطاع خدمات البنوك و قطاع التأمين، أو قطاع الحديد والصلب، أو قطاع الاسمنت، أو السكك الحديدية.... الخ. قد يكون تخصص جغرافي لبعض صناديق الاستثمار كالاتثمار في الأوراق المالية لدولة معينة، كالاتثمار في الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية⁸.

يتعارض الاستثمار في الصناديق المتخصصة مع أهم خصائص الصناديق الاستثمارية وهي "التنوع"، وعليه يعد الاستثمار فيها حالة استثنائية، ومن أهم الأسباب التي تجعلنا نستثمر في الصناديق المتخصصة هي⁹:

- أ- في ظروف اقتصادية أو سوقية معينة نقوم بتفضيل السيولة على الاستثمار في الأوراق المالية أو الموجودات الاستثمارية الأخرى؛
- ب- عدم إمكانية توفر المعلومات اللازمة حول مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة؛
- ج- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر؛

د- عدم تقبل المخاطرة والبحث عن الأمان والشفافية في العمل؛

هـ- اعتبار المحفظة الاستثمارية مصدراً ثانوياً لمعيشة المستثمر وثروته بصورة عامة؛

1-6- الصناديق ذات الأهداف المزدوجة (Dual- Purpose Or Dual Funds): وهي إحدى الأنواع الخاصة من الصناديق الاستثمارية المغلقة، تتميز بخصائص ومميزات نذكر منها:

الخاصية الأولى: إن عملية استثماراتها موزعة بين أسهم الدخل وأسهم النمو، وتكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، ثم تستثمر الحصيلة الإجمالية في مجموعة استثمارات واحدة¹⁰؛

الخاصية الثانية: للصناديق المزدوجة انقضاء للمدة الزمنية للاستثمار يتم بعده تصفية استثمارات الصندوق وتوزيع حصيلته على

¹ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 51

² - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، أريد، جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص: 157

³ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 52

⁴ - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 39

⁵ - محمد عوض عبد الجواد، وعلي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة- أسهم-سندات-أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، الأردن، 2006، ص: 48

⁶ - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية، آثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1415هـ

⁷ - سعيد سيف النصر، "دور البنوك في استثمار أموال العملاء دراسة تطبيقية تحليلية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 238

⁸ - محمد محمود عبد ربه، "طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" مرجع سابق، ص: 43

⁹ - هوشيار معروف، "الاستثمار والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص: 228

¹⁰ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 53

المستثمرين المساهمين¹؛

الخاصية الثالثة: تلبي الصناديق المزدوجة احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين وهما:

أ- فئة تهدف للحصول على دخل ثابت لتغطية مصاريف المعيشة، وهذا عن طريق الاستثمار في أسهم الدخل؛

ب- فئة تسعى للحصول على نمو متزايد لاستثماراتهم، وهذا عن طريق الاستثمار في أسهم النمو؛

كما تقوم فكرة الصناديق المزدوجة على إمكانية قيام كل فئة من المستثمرين بتوظيف استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها²؛ ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي³:

- إيرادات الأرباح والفوائد التي تتولد عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو يحصل عليها حملة أسهم الدخل؛

- الأرباح الرأسمالية التي تتولد عن الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل، يحصل عليها حملة أسهم النمو؛

2-أنواع الصناديق الاستثمارية حسب هيكل رأس المال:

يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية حسب إمكانية زيادة إصداراتها من الوثائق (هيكل رأس المال)، إلى الصناديق الاستثمارية المفتوحة، والصناديق الاستثمارية المغلقة على النحو التالي:

2-1- الصناديق الاستثمارية المفتوحة (صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير) (Open-end Funds):

تقوم هذه الصناديق على حرية دخول وخروج المستثمرين منها، أي ذات رؤوس الأموال المتغيرة التي تزداد وحداتها الاستثمارية بإنشاء وحدات جديدة، أو تنقص باسترداد المستثمرين لجزء أو كل وحداتهم، كرد فعل لعمليات الشراء والبيع لحاملي الوثائق الاستثمارية⁴.

وفي هذا النوع من الصناديق لا يستطيع الفرد المستثمر أن يتداول وحدات الصندوق الاستثمارية في الأسواق المالية⁵، إلا بواسطة الصندوق نفسه، حيث يمكن لهذا الشخص أن يشتري وحداته من الصندوق ثم يقوم بإعادة بيعها إلى الصندوق نفسه ويقبل منه الصندوق هذه الوحدات في الأوقات المحددة⁶.

ويتم حساب سعر الوحدة الاستثمارية (للصناديق المفتوحة) على النحو التالي⁷:

- يتم احتساب السعر الذي يدفعه الصندوق لشراء الوحدة الاستثمارية من المستثمر على أساس القيمة الصافية للأصول، (NAV)

(Net Asset Value) وقت الشراء على النحو التالي:

$$\text{صافي قيمة الأصول لكل وحدة} = \frac{\text{إجمالي قيمة الاستثمارات الصندوق} - \text{التزامات الصندوق}}{\text{عدد الوحدات الحالية (عدد الأسهم أو الوثائق)}}$$

إن سعر الوحدة الاستثمارية يتغير تبعاً لتغيرات أسعار الأوراق المالية في السوق، وتتم هذه العملية بشكل يومي وآلي، ويتم الحساب بشكل تفصيلي كالتالي:

إجمالي قيمة استثمارات الصندوق = القيمة السوقية لمحفظة الصندوق + الكوبونات المستحقة والتي لم تضاف للحساب + النقدية المتاحة للصندوق + الأصول المتداولة.

التزامات السوق = القروض + مصاريف الإدارة المستحقة وغيرها.

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية البنوك وشركات الاستثمار والبورصات وصناديق الاستثمار"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 373

² - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 53

³ - أشرف دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار السلام، القاهرة، مصر، 2006، ص: 64

⁴ - حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص: 216

⁵ - أحمد حسني، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 9

⁶ - نادية أبو فخر، شامل الحموي، محمود صبح، أحمد الزهري، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2001، ص: 36

⁷ - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 42-44

2-2- الصناديق الاستثمارية المغلقة (Closed-end Funds): تعرف الصناديق الاستثمارية المغلقة بـ "صناديق الاستثمار ذات

رأس المال الثابت"، وهي الصناديق التي تقوم بعملية إصدار وحدات استثمار مقابل رأس مالها كاملاً مرة واحدة للاكتتاب العام عند تأسيسها، ومنه يكون العدد الكلي لوحدات الاستثمار المصدرة غير قابلة للزيادة¹.

كما يتميز هذا النوع من الصناديق الاستثمارية بتحديد مبلغ رأس مال الصندوق، وهدفه، ومدته الزمنية، وبعدها تتم عملية تصفيته وتوزيع عوائده على المستثمرين².

من مميزات الصناديق الاستثمارية المغلقة أنها لا تلتزم بإعادة شراء وحداتها إذا ما رغب المستثمر بيع وحداته الاستثمارية للتخلص منها³، كما لا يمكن له من بيع وحداته وتداولها إلا عن طريق السوق المالية⁴.

في السوق المالية يتحدد سعر الوحدة الاستثمارية من خلال قوى الطلب والعرض، يعني هذا أن القيمة السوقية للوحدة تزداد بزيادة الطلب عليها أو انخفاض المعروض منها، كما تنخفض بانخفاض الإقبال على شرائها أو بزيادة المعروض منها.

كما يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية المغلقة حسب الآجال الزمنية إلى⁵:

أ- **الصناديق الاستثمارية المغلقة قصيرة الأجل**: وهي للسيولة السريعة كالحسابات الجارية، ولها عائد منخفض نسبياً، وهي تناسب حالات السيولة الفائضة بصورة مؤقتة بسبب كساد طارئ للأعمال، أو بسبب موسمية النشاط، كما تناسب المدخرين الذين لا تسمح لهم ظروفهم بالاستغناء عنها لمدة طويلة، كما تناسب صغار المدخرين لصغر الحد الأدنى المطلوب للاكتتاب.

ب- **الصناديق الاستثمارية المغلقة المتوسطة الآجال**: يناسب هذا النوع من الصناديق الفئات التي ترغب باستثمار أموالها استثماراً مستقراً لمدة متوسطة الزمن، ولا تقوم ببيع وحداتها الاستثمارية إلا للضرورة، كما تناسب الجمعيات الخيرية والمهنية، كما تتميز بالارتفاع النسبي للعائد، وبارتفاع الحد الأدنى اللازم للاكتتاب.

ج- **الصناديق الاستثمارية المغلقة الطويلة الآجال**: تتميز بارتفاع نسبة العائد من الأرباح المتوقعة، كما يرتفع فيها الحد اللازم للاكتتاب، وتنخفض حصة المضارب فيها، وبها إمكانيات كبيرة للنمو الرأسمالي.

3- أنواع الصناديق الاستثمارية حسب مكوناتها:

يركز هذا النوع من الصناديق على مكوناته (أصوله)، والمواد المستثمرة فيها، ولها عدة أنواع نسردها أهمها كالتالي:

3-1- **صناديق العملات**: تتميز هذه الصناديق بقيام مديره بالاستثمار في تشكيلة معينة من العملات الدولية الرئيسية، كما يستعد المستثمر في هذا النوع من الصناديق لتحمل مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات.

3-2- **صناديق الأسهم**: تتكون هذه الصناديق من الأسهم العادية للشركات، وتعد من صناديق الاستثمار طويلة ومتوسطة الآجال⁶، وتهدف لتحقيق نمو رأس المال في المدى الطويل بواسطة الاستثمار في تشكيلات متنوعة

من الأسهم⁷، وتعتبر صناديق الأسهم من أهم الصناديق الاستثمارية، إذ تتميز بالعديد من الأنواع المختلفة فيما بينها من حيث المميزات والخصائص وعليه يمكن أن نذكر⁸:

1 - محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 44

2 - متى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1996، ص: 50

3 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 37

4 - نادية أبو فخر، "الأسواق والمؤسسات المالية"، مرجع سابق، ص: 37

5 - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 276-277

6 - حسين عطاء غنيم، "دراسات في التمويل"، مرجع سابق، ص: 26

7 - زينب سلامة السيد، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية"، العدد الأول، المجلد التاسع والثلاثون، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، الرياض،

المملكة العربية السعودية الصادر بـ 2004/01/29، ص: 90

8 - عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 406

أ-الصناديق الاستثمارية التي تعتمد على الأسهم العادية التي تقوم بإصدارها شركات تتميز بدرجة عالية من النمو؛

ب-الصناديق الاستثمارية التي تعتمد على الأسهم العادية المتميزة في مجال معين؛

ج-الصناديق الاستثمارية التي تركز على أسهم الشركات في منطقة جغرافية محددة؛

د-الصناديق الاستثمارية التي يكون تركيزها على أسهم الشركات التي لها تاريخ محدد، وسياسة واضحة فيما يتعلق بالتوزيعات؛

كما تتنوع صناديق الأسهم الاستثمارية من منظور الجودة الإدارية إلى نوعين رئيسيين:

النوع الأول: صناديق أسهم تسير بقدرة عالية من الكفاءة والاستمرارية واليقظة "Actively Funds Managed"، حيث تبحث إدارتها عن الأسهم التي يتم تداولها في السوق المالي، بسعر يقل عن قيمتها الحقيقية وتتم عملية شراؤها، لأنه يتوقع ارتفاعها واقترابها من القيمة الحقيقية، ويتم بيع الأسهم المتداولة بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية، لأنه يتوقع انخفاضها واقتربها من القيمة الحقيقية¹.

النوع الثاني: هي صناديق أسهم لا تولى لها أهمية كبيرة في إدارتها، وخاصة في اختيار توليفة الأسهم، بل تضع أهميتها الكبيرة في تحقيق عائد رمحي يماثل عائد محفظة السوق، إذ تكتفي بتشكيل الصندوق من أوراق مالية يتكون منها إحدى مؤشرات السوق².

3-3-صناديق المؤشرات: هذا النوع من الصناديق تعمل دائما على مساواة السوق الكلي، بواسطة شراء الأسهم وفق مؤشر معين، كما تعتمد هذه الصناديق الاستثمارية على الأسهم التي تدخل تحت أحد المؤشرات العالمية كمؤشر ستاندر-آندربوز، ومؤشر فينا-نشال تايمز³، حيث يعطي للمستثمرين القدرة على متابعة أداء الصندوق من خلال متابعة تغيرات أداء المؤشر.

وتعتمد الفكرة الأساسية لصناديق الاستثمار على فرضية كفاءة السوق، حيث يكون سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة والتي لها أثر على قيمة السوقية، وعليه لا توجد ضرورة لبذل الجهد أو عملية انفاق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بأكثر أو أقل من القيمة الحقيقية لها⁴.

3-4-صناديق السندات (Bond Fund): يقصد بها الصناديق المتكونة من السندات فقط⁵، ويحاول المشاركون في هذه الصناديق عدم المخاطرة والرغبة في الحصول على عائد ثابت محدد سلفا⁶ وتكون عوائد هذا النوع من الصناديق متدني ولا تغري المستثمرين على الاكتتاب في وثائقها الاستثمارية، غير أنه من جهة أخرى يتناسب مع المستثمرين ذوي الدخل المحدود ذوي الرغبة في زيادة دخولهم بمقدار ثابت وبدون أخطار، وليس لهم خبرة في عملية الاستثمار وينوب عنهم ذوي الدراية والخبرة⁷، وتعمل هذه الصناديق على تنويع محافظ استثماراتها في سندات لها معدلات فائدة ثابتة⁸، ما بين سندات تقوم بإصدارها المؤسسات والشركات، وأخرى تصدرها الدولة⁹، بطريقة تعمل على خدمة نوع معين من فئات المستثمرين¹⁰، كما تتكون هذه الصناديق من سندات عالية الجودة غالبا ما تصدرها الدولة والهيئات التابعة لها ذات درجة مخاطرة ضعيفة أو معدومة، يكون عادة عائدها منخفضا، وهي تناسب

1 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق راس المال"، مرجع سابق، ص: 121

2 - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 34

3 - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 274

4 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق راس المال"، مرجع سابق، ص: 121-122

5 - نفس المرجع، ص: 122

6 - غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج، عمان، الأردن، 2002، ص: 29

7 - عطية عبد الحليم صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، المجلد الثاني، مركز صالح عبد الله للاقتصاد الإسلامي، بجامعة الأزهر، القاهرة، مصر، المنعقدة بتاريخ 22 مارس 1997، ص: 213

8 - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 274

9 - حسني علي خريوش، وآخرون، "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 107

10 - محمد الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 106

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

المستثمرين الذين لا يجيدون العمل في أجواء المخاطرة¹، كما توجد صناديق سندات تتباين في درجة جودتها و مخاطرها والعائد الناتج عن الاستثمار فيها، بصورة تتناسب مع رغبات المستثمرين واحتياجاتهم، ومدى قدرتهم على تحمل المخاطرة²، كما تهدف هذه الصناديق إلى إمكانية توفير المكاسب الرأسمالية مع القدرة على عادة استثمار الدخل المتحصل عليه من مختلف الاستثمارات في السندات³.

3-4-1- أنواع صناديق السندات: يمكن تقسيم صناديق السندات إلى أربعة أنواع نذكرها كالتالي:

1- صناديق سندات محلية: تستثمر هذه الصناديق في السندات التي تصدرها البلديات وتعفي فوائدها من الضرائب، وفي أغلب الحالات يلجأ للاستثمار فيها أصحاب الدخل العالية نظراً لوجودهم في شرائح ضريبية عالية⁴.

2- صناديق سندات دولية: يتكون هذا النوع من الصناديق من سندات دولية ممتازة تتميز بدرجة عالية من السيولة والاستقرار النسبي في أسعارها، وتحتفظ بالسندات طويلة الآجال المقومة بالدولار الأمريكي أو الأوري⁵.

3- صناديق سندات بعوائد دورية: وهي الصناديق التي تعطي عوائد دورية محددة الفترة الزمنية.

4- صناديق سندات خاصة: وهي نوعان:

أ-صناديق سندات الدرجة الأولى: تتشكل من سندات حكومية، وتتميز بإعفائها من الضرائب، كما تتيح إدارة الصندوق إمكانية حصول المستثمر على نصيبه من العائد على أساس شهري⁶.

ب- صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: تستفيد هذه الصناديق من ميزة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم حيث ترتبط قيمتها مع ارتفاع قيمة الأسهم⁷.

3-5-صناديق السلع (البضائع): يتمثل النشاط الرئيسي لهذه الصناديق في شراء البضائع والسلع بالسيولة النقدية، ثم تقوم بعملية بيعها بالأجل، إذ يتم استعمال الأموال المكتتة في عملية شراء مختلف السلع والبضائع لإعادة بيعها، وتكون الأرباح الناجمة عن هذا البيع دخل للصندوق، الذي يقوم بتوزيعه على المكتتة حسب نظام النسب، كما تعمل إدارة الصندوق على استخدام مختلف عقود البيع في عملية تداول السلع والبضائع، مثل الصيغ الإسلامية المعروفة ببيع المراجحة، السِّلْم، والاستِصْنَاع⁸.

3-6-صناديق الذهب والمعادن النفيسة: وهي إحدى أنواع الصناديق الاستثمارية التي تعتمد في استثماراتها على أسهم شركات الذهب، والمعادن النفيسة⁹.

3-7-صناديق النقد (Money Market Funds): وهي نوع من الصناديق الاستثمارية المشكلة من الأوراق المالية القصيرة الأجل¹⁰، التي تقل فترة استحقاقها عن عام كامل، كأذونات الخزانة، والكمبيالات المصرفية، وشهادات الإيداع، وغيرها من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل.

كان أول ظهور لهذا النوع من الصناديق سنة 1973م في أمريكا¹¹، نتيجة الارتفاع الكبير لمعدلات الفائدة عن الاستثمارات إلى

1 - منير إبراهيم، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 122-123

2 - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، مرجع سابق، ص: 148-149

3 - زينب سلامة، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية"، مرجع سابق، ص: 90

4 - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 274

5 - رمضان الشراح، تركي الشمري، محمد العسكر، "البنوك التجارية"، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 2003، ص: 167

6 - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 35

7 - أشرف دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 65

8 - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 109

9 - رمضان على الشراح، محروس أحمد حسن، "الاستثمار النظرية والتطبيق"، الطبعة الثانية، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 1999، ص: 246

10 - زينب سلامة السيد، "ماهية الصناديق الاستثمارية وإدارتها في المملكة العربية السعودية"، مرجع سابق، ص: 90

11 - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 36

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

مستويات لم يسبق لها مثيل¹، يتميز هذا النوع من الصناديق بالاستقرار في القيمة²، وانخفاض عامل المخاطرة، مع انخفاض قيمة العوائد، وتتميز بدرجة عالية من السيولة³، يناسب هذا النوع من الصناديق المستثمرون الذين يركزون على هدف الأمان والسيولة⁴، كما والسيولة⁴، كما تتوفر على الثقة العالية في الجهات المصدرة كالحكومة والمؤسسات المالية، وعليه يسهل تحويلها إلى سيولة نقدية عند الحاجة لذلك⁵.

يلاحظ على هذا النوع من الصناديق أن له مزايا كثيرة يستفيد منها المستثمرون، إلا أنه يمكن أن يتعرض إلى بعض المخاطر نذكر منها⁶:

أ- **مخاطر السيولة**: يعود هذا إلى النجاح المحقق من طرف هذه الصناديق، فيصبح من غير المؤكد من تطابق قيمة التصفية مع قيم بيع الأصول في حالة الاسترداد المكثف، ويرجع هذا لعدم وجود سوق ثانوي ذو مستوى متطور للديون المتداولة.

ب- **مخاطر الضمان**: يعود هذا إلى إمكانية إفلاس مدير الصندوق قبل عملية الاستحقاق، وباستثناء الأصول المضمونة من الحكومة فإن هذا النوع من الإحطار يبقى محتملاً.

3-8- الصناديق المتوازنة (Balanced Funds): تتكون هذه الصناديق من الأسهم العادية⁷، وأدوات مالية أخرى تتميز بدخل بدخل ثابت كالسندات⁸، والأسهم الممتازة⁹، وتختلف نسبة الأسهم العادية المكونة للصندوق مع بقية التشكيلات الأخرى باختلاف باختلاف الأهداف المسطرة له¹⁰، فإذا حددت هذه الصناديق هدفها بالابتعاد عن المخاطر والمحافظة على رأس مال المستثمر وتحديد عائد قليل، فإنها تستثمر في الأسهم الممتازة والسندات لغالبية رأس المال، وتكمل التشكيلة الباقية للصندوق من الأسهم العادية، أما إذ حددت هدفها بزيادة العائد وتحمل نسبة محتملة من المخاطر، فإنها تعمل على زيادة الاستثمار في الأسهم العادية¹¹، كما تلعب الظروف الاقتصادية دور كبير في تحديد نسبة الأسهم العادية مع بقية المكونات للصناديق الاستثمارية التي تتخذ موقفاً دفاعياً، واستثمار الأموال في الجزء الأكبر منها للسندات والأسهم الممتازة¹².

4- أنواع الصناديق الاستثمارية حسب مكان استثماراتها:

يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية بالنظر إلى محل الاستثمار المكون لها، إلى الأنواع التالية:

4-1- الصناديق العالمية: أعطى التطور الكبير لوسائل الاتصال والتكنولوجيا مناخاً جديداً لزيادة الفرص الاستثمارية العالمية واستغلالها ومحاولة تحقيق أكبر العوائد والأرباح، ومنه ظهرت الصناديق الاستثمارية العالمية أو الدولية. وعليه يمكن أن تعرف على "أنها الصناديق الاستثمارية التي تستثمر أموالها في دولة أخرى أو عدد من دول العالم"¹³. يهدف هذا النوع من الصناديق للاستثمار في الأسواق التي تتميز اقتصاداتها بنمو سريع عبر العالم، وهذا ما يحقق تطلعات المستثمرين

1 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 124.

2 - رمضان الشراح، تركي الشمري، محمد العسكر "البنوك التجارية"، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 2004، ص: 246.

3 - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 274.

4 - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 124.

5 - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 36.

6 - أشرف دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 67-68.

7 - عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 407.

8 - عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، "أسواق المال والمشروعات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 148.

9 - حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص: 27.

10 - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 35.

11 - حسني علي خربوش وآخرون، "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 106.

12 - عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 383.

13 - حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية، دراسة فقهية تطبيقية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 181.

في زيادة القيمة السوقية لاستثماراتهم¹.

4-2-الصناديق العربية: وهي الصناديق التي تستثمر وحداتها بالدول العربية، وتعد معظمها تعمل بنفس مبادئ الصناديق المتوازنة.

4-3-الصناديق المحلية: وهو نوع من الصناديق يتم تأسيسها محلياً، وتُسيّر من طرف الجهات المحلية.

رغم تميز الصناديق العالمية بمجموعة من الإيجابيات، إلا أنه في الكثير من البلدان بفضل المستثمرون الصناديق المحلية على الدولية نظراً لعدة صعوبات ومخاوف نذكر منها²:

أ- تقلبات أسعار الصرف وما ينجم عنها من زيادة المخاطر؛

ب- الأخطار السياسية وما ينجم عنها من زعزعت استقرار المستثمرين: التعديلات الضريبية وهدم استقرارها أو فرض قيود على التبادل الغير مشروط للأصول والتدفقات المالية أو خطر نزع ملكية حائزي الأصول المالية؛

ج- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة على آفاق المشاريع الأجنبية وخاصة المعلومات المحاسبية الغير متجانسة في كل الدول (رغم وجود معايير محاسبية دولية موحدة)، مما يشكل صعوبة في تفسيرها؛

د- ضعف السيولة نسبياً لأسواق الأسهم الصغيرة يحد من إمكانية إعادة البيع في الحالات الاضطرارية؛

هـ- زيادة تكاليف عمليات الشراء والبيع للأدوات المالية في الصناديق الدولية عنها في الصناديق المحلية؛

5-أنواع الصناديق الاستثمارية حسب تحميل العميل تكلفة البيع:

تنقسم الصناديق الاستثمارية حسب تحميل المستثمر لتكلفة البيع إلى قسمين :

5-1-الصناديق المحملة (Load Fund): وهي الصناديق التي تعمل على تسويق إصداراتها من الوثائق، ويتم توزيعها عن طريق بيوت السمسرة مقابل رسوم يتحملها مشتري الوثيقة من المستثمرين³، وتضاف تكاليف عمولة السمسار الكلية إلى صافي قيمة الأصول⁴.

إن السعر الذي يتقاضاه الصندوق من المستثمر، يعد تحميل المشتري عمولة تكاليف الشراء يكون أعلى من صافي قيمة الأصول.

5-2-الصناديق غير المحملة (No Load Fund): وهي الصناديق التي تعمل على تسويق إصداراتها من الوثائق مباشرة دون وسطاء⁵، من خلال الإعلان عنها في مختلف وسائل الإعلام، ومن هنا لا يتحمل المستثمر أية رسوم للشراء⁶، أما في المدة الاخيرة أصبحت هذه الصناديق تحصل على أتعابها لتغطية مصاريفها⁷.

هذا النوع من الصناديق لا يحمل المستثمرين مصاريف تكاليف الشراء إلا أنه من جهة ثانية يعمل على فرض رسم للاسترداد (رسم التصفية) عندما يقوم العملاء بشراء الوحدات مرة أخرى، وتتراوح هذه النسبة من 1% إلى 7% من صافي قيمة الأصول وربطها بالفترة الزمنية التي خلالها احتفظ المستثمر بالوحدة، وترتفع هذه النسبة كلما كانت فترة الاستثمار قصيرة الأجل، وتنخفض إلى حد الاختفاء التام كلما زادت فترة الاستثمار⁸.

¹ - رمضان علي شراح، محروس أحمد حسن، "الاستثمار: النظرية والتطبيق"، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 1999، ص: 245

² - وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الثاني، دار المنهل في مكتبة رأس العين، لبنان، 2003، ص: 237-240

³ - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق راس المال"، مرجع سابق، ص: 116

⁴ - حصة محمد البحر، "صناديق الاستثمار نشأتها وطرق إدارتها وأهمية تشجيعها في العالم العربي"، المجلد الخامس عشر، العدد الاول، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، 1987، ص: 226

⁵ - نفس المرجع، ص: 226

⁶ - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سابق، ص: 28

⁷ - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، مرجع سابق، ص: 106

⁸ - سعد عبد الحميد مطاوع، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية"، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية، المنصورة، القاهرة، مصر، 2005، ص: 628

6-أنواع الصناديق الاستثمارية حسب أسلوب إدارتها:

تنقسم الصناديق الاستثمارية حسب الطريقة التي تدار وتسير بها إلى قسمين:

6-1-صناديق الإدارة التقليدية: وهي الصناديق التي يعمل فيها مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية بطريقة تقليدية، إذ يقتصر دوره الرئيسي على اختيار التشكيلة المناسبة للأوراق المالية مع الأكثر جدوى مع أهداف الاستثمار، ويقوم بتعديل أوزان مختلف الفئات في المحفظة المالية وما يتوافق مع توقعاته لأسعار الفائدة والصرف، والاتجاهات العامة للأسعار السوق المالية، وتنقسم عادة إلى صناديق أسهم، وصناديق سندات¹.

6-2-صناديق الإدارة الكمية: وهي الصناديق التي يقوم فيها مدير الصندوق بإدارة محفظة الأوراق المالية بطرق وأساليب كمية، تعتمد على استخدام النماذج الرياضية والاحصائية². وتنوع صناديق الإدارة الكمية إلى عدة أنواع نذكر أهمها منها:

6-2-1- الصناديق المُوَمَّنة (Insured Funds): باعتبار أن صناديق المؤشرات تهبط مع هبوط مؤشر البورصة، فقد ظهر في الأسواق فكرة جديدة معتمدة على نظرية الخيارات، سميت "بتأمين المحافظ المالية"، يهدف هذا النوع من الصناديق إلى الاستفادة من ارتفاع الأسهم في السوق المالي مع التقييد بأي انخفاض محتمل مستقبلاً، وهذا بواسطة وضع حد مقدماً لأقصى هبوط للأسعار يكون مقبولاً، وبتكاليف محددة مسبقاً³.

¹ - أشرف دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 68

² - نفس المرجع، ص: 68-69

³ - أشرف دواية، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2006، ص: 185

المبحث الثاني: مفهوم وخصائص وضوابط صناديق الاستثمار الإسلامية

تمهيد:

إن رغبة الكثير من الأفراد المسلمين في إيجاد تعاملات مالية عصرية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، أدى بالعديد من العلماء والمختصين في مجال المالية الإسلامية للبحث عن أدوات وصيغ مالية متنوعة وتتطابق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ونظرا للأهمية المالية والاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية عملت العديد من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية على تبني والاعتماد على هذه الصناديق في عدة مجالات استثمارية وخاصة المملكة العربية السعودية التي تحظى بفائض مالي كبير، فطورت أعمال هذه الصناديق من حيث ميكانيزمات عملها وإدارتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ومن هنا جاء هذا المبحث ليعرف بها وبخصائصها المميزة وضوابطها الشرعية واحكامها الفقهية.

المطلب الأول: مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية

المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وضوابطها الشرعية

المطلب الأول: مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية

تمهيد:

للصناديق الإسلامية عدة تعريفات وخصائص تميزها عن الصناديق التقليدية، وتحدد آليات نشاطها الاستثماري وسندرسها كالتالي:

1-تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

للصناديق الاستثمارية الإسلامية عدة تعريفات أظهرت المفهوم والميكانيزم الذي تعمل به هذه الصناديق ونذكر أهمها:

التعريف الأول: تعرفه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها:

((صناديق الاستثمار هي أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة¹)).

التعريف الثاني: كما تعرف على أنها: ((أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمارية الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية²)).

التعريف الثالث: كما تعرف أيضاً: ((هي أوعية أو ذمة مالية مستقلة لتجميع مدخرات الأفراد وفوائض النقد، في المؤسسات بغرض استثمارها في مجالات استثمارية مالية حقيقية، وفق أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال جهة ذات خبرة حسب رغبات هؤلاء المستثمرين واحتياجاتهم، ودرجة تقبلهم للمخاطر، وتدار هذه الصناديق بالمضاربة أو الوكالة بالاستثمار³)).

التعريف الرابع: كما لها تعريف آخر: صناديق الاستثمار الإسلامية هي أوعية استثمارية تعمل على إنشائها مؤسسات مالية وشركات استثمار بهدف تجميع مدخرات المؤسسات والأفراد على شكل وحدات استثمارية، تشارك في رأس مال الصندوق، وتستثمر هذه المدخرات في أوراق مالية تصدرها شركات في استثمارات حقيقية مباحة، معتمدة على الصيغ المختلفة للاستثمار الإسلامي، وتلتزم إدارة هذه الصناديق بضوابط الشريعة الإسلامية⁴.

من خلال هذه التعاريف المتعددة يمكن الخروج بالركائز الأساسية لمفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية الآتية:

أ- مؤسسات مالية إسلامية ذات شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية؛

ب- تقوم هذه المؤسسات بتجميع مدخرات المستثمرين في شكل وحدات أو صكوك استثمارية؛

ج- تدار هذه الصناديق من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيف هذه الأموال وفق صيغ الاستثمار الإسلامية كالمضاربة والوكالة؛

د- يلتزم الصندوق في معاملاته المختلفة بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، والفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجاميع الفقه وهيئات الفتوى الإسلامية؛

هـ- للمشتريين في الصندوق استحقاق الربح أو الخسارة؛

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة المالية المعيار رقم (14) الخاص الأحكام الفقهية لصناديق الاستثمار، ملحق (ب)", النامة، البحرين، 2010، ص: 638

² - حسين حسين شحاته، "منهج لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل بحثية قدمت للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 11

³ - حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، "إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2012، ص: 221

⁴ - محمد الفاتح محمود بشير، "البورصات والأسواق المالية"، المكتبة العصرية، المنصورة، القاهرة، مصر، 2017، ص: 175

ويمكن أن نحدد مفهوم الصناديق الاستثمارية على أنها :

((أوعية استثمارية مشتركة ذات ذمة مالية مستقلة، تنشئها مؤسسات مالية، من أجل جمع المدخرات من الأفراد والمؤسسات على شكل مساهمات، في صورة أسهم أو وحدات متساوية، واستثمارها لثَمَل ملكية أصحابها في الأصول للكسب الحلال، وتعطيهم الحق في الحصول على أرباح أو خسائر، وتدار بإحدى صيغ الاستثمار الإسلامية، كالمضاربة والوكالة ووفق ضوابط واحكام الشريعة الإسلامية)).

2- خصائص الصناديق الاستثمارية الإسلامية

تضمنت التعاريف السابقة المحددة لمفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية أهم خصائصها ومميزاتها ونذكرها كالتالي:

أ- لها شخصية اعتبارية مستقلة عن المستثمرين باعتبارهم مالكي الوحدات الاستثمارية، وعن الجهة المسندة لها الإدارة والتسيير، وعليه فهي مؤسسة لها الإطار القانوني والتنظيمي والمالي والمحاسبي المستقل¹.

ب- تؤسس على عقد المضارب، ويمثل المستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق أصحاب رأس المال، الذين يوافقون على تعيين الجهة المصدرة التي تلعب دور المضارب لتسيير وإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب².

ج- يلتزم الصندوق في معاملاته المختلفة بضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، وكذا الفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى ومختلف المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة للصندوق، كما يجب أن يلتزم بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة عن الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية³.

د- يتولى إدارة الصندوق جهة ذات خبرة وتخصص، يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي نوع من العقود المستحدثة، والتي تعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية⁴.

هـ- توظف الأموال في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، بإحدى صيغ الاستثمار الإسلامية كالمضاربة، والمشاركة والمراجحة والسلم والاستصناع والإجارة والمساهمة في الأوراق المالية، أو أي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، والالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية⁵.

و- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق كالمؤسسين والمشاركين وأمناء الاستثمار والإدارة، وتحكمهم مجموعة من العقود الشرعية والقانونية⁶.

ي- يحق للمشتريين في الصندوق استرداد قيمة مساهمهم، كما توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقاً لعقود الوكالة والمضاربة والسمسرة، وهذا طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية⁷.

ز- حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية في معيارها رقم (14) المحاسبي المالي كيفية إدارة الصناديق الاستثمارية من الناحية الشرعية على النحو التالي⁸:

1- الإدارة على أساس المضاربة: يحدد فيها للمدير (المضارب) حصة (نسبة) معلومة من ربح الصندوق مقابل إدارته له.

¹ - حسين حسين شحاته، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 11-12

² - عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، الطبعة الأولى، مجموعة دلة البركة لإدارة التطوير والبحوث، جدة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 16

³ - حسين حسين شحاته، "منهج مفتوح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12

⁴ - نفس المرجع، ص: 12

⁵ - حسين حسين شحاته، "منهج مفتوح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12

⁶ - نفس المرجع، ص: 13

⁷ - نفس المرجع، ص: 13

⁸ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة المالية، المعيار رقم 14 الخاص بالأحكام الفقهية لصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 638-

٥٢- الإدارة على أساس الوكالة: يحدد فيها مقابل للمدير (الوكيل) عمولة معينة (مبلغ مقتطع) أو نسبة من المساهمات تؤول إلى مبلغ مقتطع أو نسبة من صافي قيمة الموجودات.

٥٣- الإدارة على أساس (العمولة والربح) التحفيز: وهي صورة تجمع بين العمولة والربح على أساس التحفيز، على أن تكون العمولة هي الأصل، ويكون النصيب المحدد له من الربح مستحقاً عند بلوغه نسبة محددة.

ر- طبيعة العقود التي تحكم علاقات اطراف صناديق الاستثمار الإسلامية: تعد طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية ذات الاطراف المتعددة التالية ومنها¹:

٥١- إنشاء الصندوق: قد تكون الجهة المنشئة للصندوق، مؤسسة مالية، أو مصرفاً، أو مجموعة من أصحاب رؤوس المال، ويسمون "المؤسسون" أو "المساهمون" وتربطهم بالصندوق علاقة ملكية.

٥٢- الاشتراك في الصندوق: يعد المشتركون في الصندوق هم المشتركون للوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية، وتربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

٥٣- إدارة الصندوق: وهي التي تعمل على إدارة مختلف معاملات وعمليات الصندوق، داخل الإطار العام للأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية القانونية والاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ويربطها بالصندوق عقد وكالة.

٥٤- تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية المختصة التي قد تتعهد إليها الجهة المنشئة للصندوق، بإصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر وفق عقد الوكالة بأجر، كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في مختلف العمليات الاستثمارية وفقاً لعقد الجعالة.

وفي الصفحة الموالية رسم بياني يوضح العلاقات السببية بين مختلف الاطراف المعنية بالصندوق وأنواع العقود التي تربط الصندوق كشخصية معنوية مستقلة بهم ومن أهم هذه العقود: عقد التمليك، عقد المضاربة، عقد الوكالة، وعقد الجعالة.

3-آليات النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن الصناديق الاستثمارية الإسلامية أقيمت في جوهرها على فكرة انشاء الصناديق الاستثمارية التقليدية، إلا أن هذه الأخيرة لا تتقيد بأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، إذ تقوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية على قيام جهة متخصصة ذات خبرة وبعد الحصول على موافقة الجهات الرسمية المالية المشرفة على الصناديق، بعملية تجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها في مشاريع محددة المعالم وواضحة الأهداف بهدف الحصول على عوائد ربحية مجزية وبأقل المخاطر الممكنة الحدوث، وهذا وفق التقيد بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن الاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يمر بخطوات وبسلسلة من الإجراءات القانونية والآليات الفنية لتحقيق الهدف المبرمج لها، ويمكن ترتيبها على النحو التالي²:

٥١- تقوم الجهة الراغبة في إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالتفكير والبحث عن نشاط أو مشروع تجاري أو عقاري أو صناعي أو خدماتي محدد المعالم والأهداف، وإعداد دراسة تقنية اقتصادية لجدوى الاستثمار المحددة وعادة يكون المجال الاستثماري في أسهم الشركات ذات النشاط الحلال و المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية....

¹ - حسين حسين شحاته، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14

² - أنظر إلى:

- عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14

- أحمد حسن أحمد حسني، "صناديق الاستثمار -دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 23-24

- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 814-815

- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 587-588

- حسين حسين شحاته، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

٥٢- تعمل الجهة المنشئة على تكوين صندوق استثماري محددة أهدافه وأغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة عمل الصندوق متضمنة كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط عملية الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات كافة الأطراف المتعاقدة وضوابط الاسترداد ومواعيدها وشروط وكيفيات تصفية نشاط الصندوق والطريقة الملائمة التي تمر بها.

٥٣- تقوم الجهة المعنية بإنشاء الصندوق الاستثماري بتقديم طلب مستوفي كامل الشروط القانونية للجهات المشرفة على الرقابة وإنشاء الصناديق الاستثمارية وأهم الوثائق والمستندات والمعلومات نذكر:

أ- نسخة لائحة العمل للصندوق واضحة المعالم والأهداف، ونسخة ثانية من مختلف المنشورات الدعائية المتنوعة المكتوبة والمسموعة والمرئية الموجهة للمستثمرين.

ب- معلومات دقيقة ومفصلة تخص مدير الصندوق ومختلف الأطراف ذات العلاقة بالصندوق.

ج- تحديد الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها الجهة المنشئة ومختلف الجهات الأخرى ذات العلاقة بالصندوق.

٥٤- يتم تقسيم راس مال الصندوق الاستثماري إلى حصص أو وحدات متساوية القيمة أي صكوك مضاربة، وطرحها للجمهور لتتم عملية الاكتتاب، ويعد كل مكتب في هذه الصكوك شريكا بحصة شائعة في راس مال الصندوق بنسبة عدد الوحدات التي يمتلكها فيها.

وعادة تصدر هذه الصكوك لمالكها وليست لحاملها، كما يجوز شرعا تداولها والتصرف فيها بمختلف التعاملات التي لا تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية للمالك كالبيع والهبة والرهن وغيرها للمالك.

٥٥- بعد حصول الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتبتين وتجميعها، تقوم ببداية استثمارها في المشروعات المحددة في نشرة الإصدار، مع الالتزام بضرورة التركيز على أفضل السياسات المثلى للاستثمار من خلال تجميع عدة استثمارات متنوعة كالأسهم، والصكوك، وعقارات في صندوق الاستثمار.

٥٦- عند تشغيل الصندوق، وتحقيق أرباح أو خسارة تقوم الجهة المسيرة للصندوق على توزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها في نشرة الإصدار.

٥٧- للمستثمر الحق في الصناديق الاستثمارية المفتوحة استرداد كل أو بعض من الوحدات الاستثمارية عند أوقات وكيفيات يحددها مسيروا الصندوق.

٥٨- عند انتهاء الفترة الزمنية المحددة لعمر الصندوق، وفي حالة ما إذا لم يكن له عمر محدد فإنه يستمر في التشغيل حتى يقرر مسيروا الصندوق إنهاءه في الوقت والحالة المناسبة، وعندئذ تتم تصفية أصول الصندوق ودفع التزاماته إلى الغير، وتوزع الحصيلة المتبقية من التصفية على ملاك الوحدات الاستثمارية.

المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وضوابطها الشرعية

تمهيد:

للصناديق الاستثمارية الإسلامية عدة أنواع تكيف حسب الصيغ الإسلامية ، كما لها ضوابط شرعية تعمل وفقها، وندرسها كالتالي:

1-صناديق الأسهم الإسلامية :

تستثمر أموال هذا النوع من الصناديق على شكل شركة مساهمة مشتركة، ويتم الحصول على أرباح من عوائد الأسهم المستثمرة أو تحقيق أرباح ناتجة من بيع وشراء الأسهم عند صعود أسعارها.

وتستجيب صناديق الأسهم الإسلامية لرغبات المسلمين الذين يريدون الامتثال إلى النشاطات الاستثمارية المباحة والمقيدة بضوابط ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

يقوم نشاط الصندوق على مجموعة من المبادئ الأساسية المتماشية مع قواعد الشريعة الإسلامية ويمكن تحديدها كالتالي¹:

أ-الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحاً، بهدف تحقيق أرباحاً مكتسبة من صعود أسهم هذه الشركات؛

ب- توجد شركات ذات الأسهم ونشاطها الاستثماري مباح، غير أنها تمارس بعض الأعمال كالإقراض أو إيداع أموالها بفائدة، وهي محرمة بالإجماع.....؛ غير أن هناك بعض الفتاوى العصرية ترى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق أن يقوم بحساب الدخل الناتج عن الأعمال والممارسات المحرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق مرتفعة.

رأي: يلاحظ على هذا النوع من الفتاوى هو خروج عن إجماع الأمة، والنص والسنة، ولا توجد ضرورة لذلك وخاصة بعدما أصبح التمويل الإسلامي للشركات متطور وأخذ أشكالا وصيغاً حديثة تماشى مع ميكانيزمات عمل الصناديق والشركات.

غير أن الواقع العملي لصناديق الأسهم الإسلامية أسست على الرأي الثاني وعلى المبادئ التالية وهي²:

1- اختيار الشركات التي تعمل بها صناديق الأسهم الإسلامية وأساس نشاطها مباح، ويجب تجنب الصندوق في الاستثمار بالبنوك أو الشركات الاستثمارية المنتجة للمواد المحرمة.

2- يقوم المدير بإبعاد أرباح الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من الأرباح الناتجة عن النشاطات المحرمة كالفوائد البنكية الربوية من الأرباح التي يحصل عليها المستثمر في الصندوق.

3- يجب تجنب المدير في الصندوق مختلف العمليات المالية المحرمة كالبيع قصير الاجل للأسهم، أو الأسهم الممتازة أو الخيارات المالية.

4- يجب على المدير التقيد بشروط صحة البيع، فلا يقوم بشراء أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (عدم جواز بيع الدين للغير).

2-صناديق السلع:

يتمثل النشاط الأساسي لهذه الصناديق في شراء البضائع والسلع بالنقد الحاضرة ثم إعادة بيعها بالأجل، وتشكل أرباح عملية البيع دخل للصندوق، وتوزع الدخل على المستثمرين المكتتبين حسب نسبة مساهمتهم في الصندوق، ويتم إبرام عقود البيع المختلفة في تداول السلع حسب الصيغ الإسلامية كالمراجحة والسكّم والاستصناع³.

ولكي تتوافق صناديق السلع مع ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية يجب العمل بها على النحو التالي⁴:

1 - عمر أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، وخصائصها، دراسة تأصيلية"، مرجع سابق، ص:202

2 - حسين محمد سمحان، "أسس العمليات المصرفية"، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص- ص 200-201

3 - نزيه عبد المقصود مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص:109

4 - أنظر إلى :- عمر علي أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، وخصائصها، دراسة تأصيلية"، مرجع سابق، ص- ص 202-203

- محمد علي القرى، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات "ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة"، الدار البيضاء، المملكة المغربية، 1998، ص:424

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

1- يجب شراء بالنقد السلع المباحة الحلال وبيعها بالأجل، بإحدى الصيغ الإسلامية كالمراجحة أو السلم وهي قابلة للتطبيق حتى في الأسواق الدولية؛

2- يجب أن تكون مختلف عمليات الشراء والبيع حقيقية ملموسة وليست صورية؛

3- لكي يقع حدث صحة الشراء والبيع بين الطرفين يجب أن يتحدد سعر السلعة مهما كان الوضع الذي تتم به العملية البيع .

4- يجب أن يكون البائع مالكا للسلعة في وقت البيع، فلا يجوز لأي جهة كانت أن تبيع سلعة لا تظهر ملكيتها¹؛

يعمل صندوق السلع بخصوصية مرتبطة بنوعية السلع وجودتها، وتحديد أسعارها، إذ ينظر إلى قابلية قياس المخاطر المحيطة بالعملية بدقة كبيرة، لكي يتمكن مدير الصندوق من توجيه الأموال بطريقة تحقق له درجة عالية من السيولة، كما اتجهت معظم هذه الصناديق إلى الأسواق الدولية للسلع، لما لها من خبرات وقدرة مالية كبيرة وبيئة تجارية مناسبة تمكن هذه الصناديق من تنفيذ مختلف العمليات التجارية من بيع وشراء والسلع المراد بها هنا هي ذات الأسواق المنظمة: كالبتروول والألمنيوم والنحاس².

3-صناديق الاستصناع:

تعرف صناديق الاستصناع على أنها عقد متفق عليه مع صانع لعمل منتج في ذمة المصنوع له، ويشترط فيه تحديد نوع المستصنع وجنسه وصفته ومقدار كميته، وأن تكون الموارد واللوازم المستخدمة في صناعة المنتج من المصانع، وأن لا يتضمن العقد أجلا محددا، لكي لا يصبح العقد سَلَمًا وليس إِسْتِصْنَاعًا³.

يعد الاستصناع من أهم الصيغ التي تطبقها الصناديق الاستثمارية الإسلامية نظرا للخصائص المتعددة فيه، رغم الاختلافات العديدة بين اجتهاد الفقهاء في تنظيم وضبط أهم البنود المكونة للعقد، وعليه تتعامل الصناديق الاستثمارية بصيغة الاستصناع من خلال الطريقتين الآتيتين⁴:

الأولى: باعتباره مُسْتَصْنَعًا: يمكن أن يكون الصندوق الاستثماري عند تعامله مع عملائه أن يكون هو الطالب للمنتجات الصناعية، تتصف بمميزات خاصة من حيث الشكل أو الجنس أو النوع، يقوم بإجراء تعاقد مع المؤسسات والشركات الصناعية والحرفية من أجل شراء تلك البضائع والمنتجات، التي يقوم بتسليمها في موعد محدد في المستقبل، فيعتبر في هذه الحالة الصندوق الاستثماري هو المشتري المُسْتَصْنَع، يمارس الصندوق عملية تمويل عملائه (المَصْنَعِينَ) باعتبارهم جهات صَانِعَة يوفر لهم الموارد المالية اللازمة لنشاطهم بواسطة شراء منتجاتهم الصناعية، وتدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق، وعليه يحق له التصرف فيها إما بعملية الإيجار المباشر بنفسه أو عن طريق توكيل الغير، ومن ناحية الإجراءات والعمليات التطبيقية يمكن للصندوق من البحث عن مشتري للسلعة بالثمن الذي يتم الاتفاق عليه في حينه، أو يتم البحث عن مُسْتَأْجِر للأصل الذي تم تصنيعه بصيغة "الإِجَارَةُ الْمُنْتَهِيَةُ بِالتَّمْلِيكِ"^{*}.

وعندما يكون الصندوق الاستثماري باعتباره مُسْتَصْنَعًا فإنه يأخذ عَقْدُ الاستصناع فيه صفتين رئيسيتين وهما:

أ-عقد الاستصناع المرتبط بالبيع بالمساومة؛

ب-عقد الاستصناع المرتبط بالمراجحة للواعد بالشراء؛

¹- Taqi Usmani, "An Introduction to Islamic Finance, An online publication by accountancy , pk, date de consultation, 28/01/2019, P:02

² - صفية أحمد أبو بكر، " صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، ورقة بحثية مقدمة لـ: "مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معلم الواقع وآفاق المستقبل"، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، المؤتمر العلمي الرابع عشر

³ - براني أبو شهد عبد الناصر، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2013، ص- ص: 193-194

⁴ - بوضياف جهاد، "دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية بنوك وتأمينات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، السنة الجامعية 2019-2020، ص- ص: 129-130

* الإِجَارَةُ الْمُنْتَهِيَةُ بِالتَّمْلِيكِ: هي إحدى أنواع عقود الإجارة الذي يتأسس على وعد من المؤجر للطرف المستأجر، بإتمام نقل الملكية له بعد إتمام عملية سداد ثمن الشيء المؤجر إضافة إلى أجرة الإيجار، وعادة ما يتم دفع هذا الثمن على أقساط تكون الأجرة جزء منه، إلى أن يتم دفع كامل ثمن الأصل المؤجر من طرف المستأجر وتصبح ملكا له.

ج- عقد الاستصناع المرتبط بإجارة منتهية بالتملك؛

د- عقد الاستصناع المرتبط بإستصناعٍ مُوَازيٍ؛

الثانية: باعتباره صانعاً: يمكن للصندوق الاستثماري أن يقوم بدور الصانع في عقد الاستصناع عند تعامله مع عملائه من الشركات والأفراد، ويتم هذا عندما يتوجه هؤلاء العملاء للبنك لشراء منتجات صناعية ذات مواصفات محددة من حيث النوع والشكل وبشمن مُؤَجَّلٍ لعدم استطاعتهم بتوفير الأموال اللازمة في وقتها، عندئذ يعمل الصندوق على تمويل عملائه باعتبارهم جهات مُستَصْنَعَةٌ وهو الجهة الصانعة.

يقوم الصندوق بإنتاج السلع والمنتجات المطلوبة إما من خلال ما يملكه من شركات ومصانع تابعة له بالكامل أو مستثمر في جزء من رأسمالها، كما يستطيع الصندوق أن يعمل على إبرام عقد "إستصناعٍ مُوَازيٍ" مع جهة منتجة لهذه السلعة بنفس الكمية والمواصفات تحت الطلب في عقد الاستصناع الأول، ويلعب الصندوق دور المستصنع في العقد الثاني مع المصنع النهائي، ولعقد الاستصناع الموازي: يشترط في صيغته النهائية إبرام عقدين منفصلين:

الأول: يكون الصندوق صانعا مع العميل؛

الثاني: يكون الصندوق مستصنعا مع المصنع النهائي؛

إن اختلاف الثمن في العقدتين يحقق للصندوق ربحاً، لكون العقد الأول وهو الذي يتم مع المصنع النهائي ويكون حالاً، والعقد الثاني، وهو الذي يتم مع العميل ويكون مؤجلاً (بشرط مراعاة في هذه المعاملة تقدم موعد تسليم السلعة المصنعة لكن المصنع النهائي على موعد تسليمها للمستصنع العميل)¹.

4- الصناديق الاستثمارية بالمُرابحة:

تعمل الصناديق الاستثمارية بمبدأ صيغة المربحة والمتمثلة بالتمويل بالأجل، وبصورة خاصة في أسواق السلع الدولية، فيعمل الصندوق على شراء كمية محددة المقدار لسلعة معينة، كالسكر أو القهوة أو الخشب والحديد على سبيل المثال بالنقد، ثم إعادة بيعها إلى الطرف الثالث (ليس الطرف الأول المشتراً منه السلعة) بالأجل القصيرة التي تتراوح بين شهر إلى ستة أشهر، وتستفيد مختلف الشركات المتعاملة في الأسواق العالمية لتمويل مخزنها من مختلف السلع².

5- صناديق السِّلَم:

السِّلَم هو البيع المؤجل عملية قبض المبيع، ويعمل فيه قبض الثمن، يعتبر من صيغ البيوع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تشترط أن تكون السلعة مَوْصُوفَةً في الذمة، وأن تقدر بدقة الآجال المحددة للتسليم ومكانه، وأن يتم دفع الثمن كاملاً عند إبرام العقد. تتولد الأرباح من بيع السِّلَم في الصناديق الاستثمارية بواسطة عقد سِّلَم لبضاعة موصوفة في الذمة، كالزيتون، والشعير أو القمح أو أي بضاعة أخرى، تسلم إلى الصندوق بعد 90 يوماً على سبيل المثال، إلا أنه لا يرغب الصندوق في تسلم السلعة، ومن جهة أخرى لا يجوز له بيع بضاعة السِّلَم قبل قبضها لأنها تعتبر دين، والدين لا يجوز بيعه لغير مدير الصندوق وبشروط محددة، وعليه يدخل الصندوق في عقد سِّلَمٍ مُوَازيٍ أي أنه يقوم ببيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة الزمنية كأن تكون مدة السِّلَم 90 يوماً وتكون مدة الأجر 30 يوماً ونتيجة زيادة المدة الزمنية من أجل إلى أجل يتحقق الربح من الفروق السعرية نتيجة تغيرات الأسعار³.

6- صناديق التَّأجير: يقوم هذا النوع من الصناديق، على استخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة للدخل، وتأجيرها لمدة

¹ - صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، مرجع سابق، ص: 849

² - محمد براق، مصطفى قمان، "أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعياً والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للدول النامية"، الملتقى الدولي الثاني حول: "الأداء المتميز للمنظمات والحكومات"، ورقلة، الجزائر، 22-23 نوفمبر 2011، ص: 170

³ - صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، مرجع سابق، ص: 851

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

زمنية طويلة إلى عملاء ذوي ملاءة مالية، بحيث تولد دخلاً مستقراً على استثمار الأصول، وتبقى ملكية هذه الأموال للصندوق، وتتم عملية تحصيل الإيجارات من المستأجرين (المستخدمين للأصول)، وتعتبر هذه الإيجارات مصدراً لدخل الصندوق، وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتب على شهادة "صكوك" تحدد وتضمن نسبة ملكية المكتتب في الصندوق، وهذه الصكوك قابلة للتداول وإمكانية البيع أو الشراء في السوق المالية الثانوية، والذي يقوم بشراء هذه الصكوك يَحِلُّ مَحَلَّ البَائِعِينَ، ويحتفظ بنسبة ملكيته للأصول حسب نسبة الصك المشتراة، ويتحمل كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول، وتحدد قوى العرض والطلب أسعار هذه الصكوك في السوق المالية¹.

¹ - محمد علي القرى، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 424

المبحث الثالث: أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية
-دراسة حالة السوق المالي السعودي-

تمهيد

تركز الصناعة المالية الإسلامية، على مجموعة من الأدوات التمويلية الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهمها الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمختلف صيغها وأنواعها، التي تضع بين أيدي المستثمرين أنواعاً من الأدوات الاستثمارية جيدة النوعية وضعيفة المخاطر.

توفر الصناديق الاستثمارية فرصاً متاحة للأشخاص الذين ليست لهم القدرة على إدارة فوائضهم المالية المستثمرة مباشرة، لعدة أسباب نذكر منها، ضيق الوقت أو ضعف الخبرة أو نقص الأموال.

كما تتميز هذه الصناديق الاستثمارية الإسلامية على أنها تؤسس على إطار شرعي إسلامي، وتخضع بشكل دقيق لمراقبة وإشراف الهيئات الرقابية الشرعية التي تعمل على الحفاظ على المبادئ التمويلية الإسلامية، مما يكسبها المصداقية والضمانة الشرعية. ونظراً للأثر الكبير والدور الفعال الذي خلقت في السنوات الأخيرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية من تحسين لأداء الأسواق المالية الإسلامية، بادرت معظم الدول العربية والإسلامية أو حتى العالمية في وضع القوانين المنظمة لعمل الصناديق الاستثمارية الإسلامية، مما مكنها من الانتشار السريع في كل أنحاء العالم .

وكانت المملكة العربية السعودية، أول من أنشأ صندوق استثماري إسلامي سنة 1979 وهو "الصندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" بدون وجود قوانين تنظم إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية حين ذاك، وبعد 14 سنة من هذا التاريخ تم وضع القوانين المنظمة للصناديق الاستثمارية داخل السعودية .

للمملكة العربية السعودية قوة كبيرة في الاستحواذ على النصيب الأكبر والمهم من الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً، من ناحية العدد الكبير للصناديق وتنوعها، وإزدياد عدد المستثمرين، وارتفاع مبالغ الأصول المالية في هذه الصناديق.

يدرس المبحث الأخير من الفصل أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وذلك من خلال معرفة إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وإجمالي عددها، وإجمالي عدد المشاركين في هذه الصناديق، ومدى أثرها على السوق المالية الإسلامية من خلال القيمة السوقية، وعدد الاسهم المتداولة فيها، ومعدل دورانها، وتأثيرها على المعدل العام للإسعار وكذلك مؤشر السوق.

ونظراً لأهمية السوق المالي السعودي من حيث كبر حجم القيمة السوقية (التي تفوق نصف القيمة السوقية للدول العربية مجتمعة)، وتداول مختلف مكونات صناديقه الاستثمارية وخاصة منها الإسلامية داخل السوق المالي السعودي، سنختار كنموذج لدراسة حالة السوق وتوضيح الأثر الذي تحدثه الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء السوق المالي السعودي.

وسيتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب على النحو التالي:

المطلب الأول: لمحة عامة عن السوق المالية السعودية

المطلب الثاني: تطور تداولات السوق المالي السعودي للفترة من 2010 إلى 2020

المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في أداء السوق المالية السعودية

المطلب الأول: لمحة عامة عن السوق المالية السعودية

تمهيد:

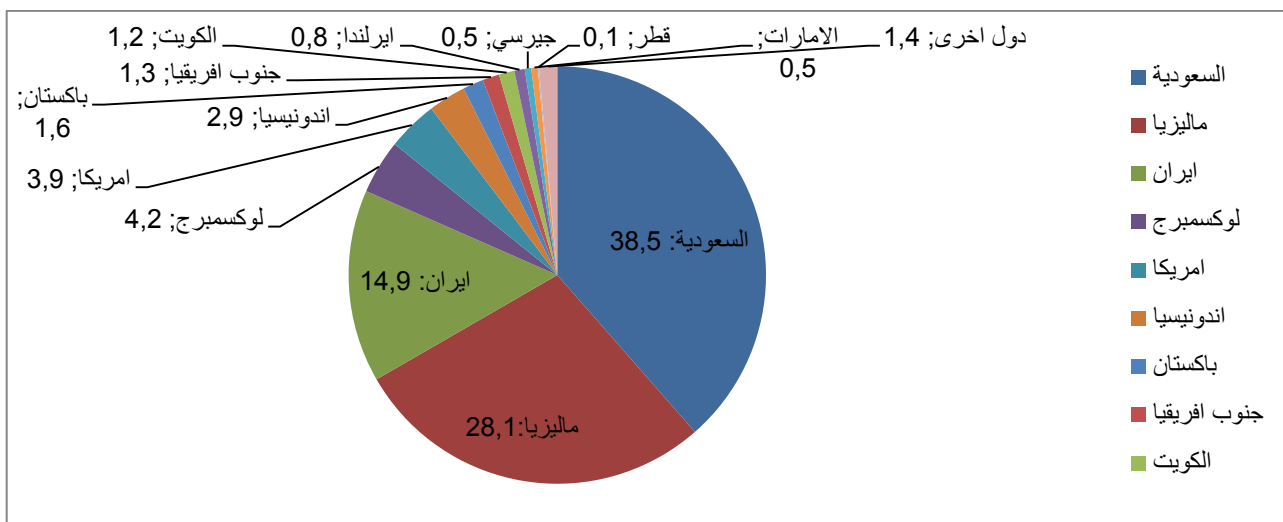
يتناول هذا المطلب تطور نمو اصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على المستوى العالمي، ثم تاريخ ومراحل نشأة السوق المالية السعودية، وخصائصها وأهم مميزاتها، وكذلك وظائفها ودورها التنموي داخل المملكة العربية السعودية ومنطقة الخليج العربية، وأهدافها وخططها الاستراتيجية لتطوير السوق المالي والوصول به الى عتبة التصنيفات العالمية من مؤشرات سوقية عالمية الدولية وكذلك معايير تصنيفات الائتمان المعمول بها عالميا.

1-تطور نمو حجم اصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على المستوى العالمي:

يلاحظ من خلال الشكل ادناه نسبة تطور اصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على مستوى الدول، وكيف تهيمن المملكة العربية السعودية وماليزيا وايران على ما نسبته 81,5% مجتمعة من حجم اصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية على المستوى العالمي، كما شكلت دول غير إسلامية نسب 4,2%، 3,9%، كلكسمبرج والولايات المتحدة الأمريكية على الترتيب، كما لم تتجاوز دول إسلامية أخرى مجتمعة ما نسبته 4,5% كاندونيسيا، وباكستان، ونسبة 1,8% لدول عربية أخرى مجتمعة كالكويت، والامارات العربية المتحدة، ودولة قطر.

ومن خلال القراءة التحليلية لتطور حجم وعدد الصناديق والمشاركين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية نجد ان الصناعة المالية الإسلامية للصناديق الاستثمارية جديدة اذا ما قورنت بالصناديق التقليدية لا من حيث حجم الاصول ولا العدد وهذا بحكم قدمها وتطورها والاعتماد عليها في جمع استثمارات صغار المدخرين الراغبين في الاستثمار من جهة ، وكذلك من حيث قدرة مدراء الصناديق على التنوع في اختيار الاستثمار المناسب لحجم اصول الصندوق لتحقيق العائد المناسب والتقليل من مختلف المخاطر المالية السوقية. كما يلاحظ ان المملكة العربية السعودية تعد رائدة ومهيمنة على ما يقارب 40% من الاستثمارات في الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث حجم الاصول المالية ومساهمتها في التأثير على أداء السوق المالي السعودي، والشكل التالي لسنة 2019 يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم (5-1):نسبة تقسيم الاصول المالية للصناديق الاستثمارية الإسلامية لعام 2019 حسب الدول



المصدر:-Islamic Financial Services Board (IFSB) ;Islamic Financial Services Industry- Stability Report 2020,Kuala Lumpur ,Malaysia ,July 2020,P :29.

2- تاريخ ومراحل نشأة السوق المالية السعودية¹:

في منتصف الثلاثينيات من القرن الماضي بدأ نشاط الشركات السعودية المساهمة، وذلك عن طريق تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية المسماة " الشركة العربية للسيارات"، ثم تلاها بعد ذلك إنشاء ما تعداده 14 شركة حتى عام 1975، برأسمال قدره 1,7 مليون ريال سعودي.

لقد أدى النمو السريع في سبعينيات القرن الماضي إلى تأسيس عدد كبير من المصارف والشركات المساهمة، ثم بعدها تمت عملية طرح عدد كبير من الأسهم للتداول على الجمهور، أو بواسطة عدد محدود من " مكاتب الوساطة المالية".

إن الازدهار الكبير للإقتصاد السعودي الذي جاء نتيجة الزيادة الكبيرة لموارد الدولة من المبيعات النفطية، ما نتج عنه إنتعاش بيع وشراء الأسهم وأدى إلى زيادة النشاطات المالية بعدد كبير من "مكاتب الوساطة المالية".

بقيت السوق المالية السعودية تعمل بطريقة غير رسمية حتى بداية الثمانينات، وعندها قررت الحكومة للعمل على خلق سوق مالية منظمة تتداول فيها في البداية اسهم الشركات.

تم في سنة 1984 صدور الأمر الملكي، الذي بموجبه تم تنظيم الأسهم للشركات المساهمة بواسطة البنوك المحلية، وذلك عن طريق تكوين لجنة وزارية تشرف على هذه السوق، وكانت "مؤسسة النقد العربي" هي الجهة الحكومية الوحيدة المخولة بتنظيم ومراقبة السوق، والإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم تحديد الوساطة في تداول الأسهم بواسطة البنوك التجارية، وشركة الراجحي البنكية لتحسين الإطار التنظيمي للتداول.

وبعداً تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية وتعمل هذه الشركة على تقديم التسهيلات اللازمة للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتعمل على تسوية جميع عمليات الأسهم.

عند بداية 1990 تطورت السوق المالية السعودية حيث تم إقتناء وتطبيق ما يعرف " بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم "ESIS"، وهو عبارة عن نظام الكتروني مكلف بعمليات التداول والمقاصة والتسوية، واستمر تطبيقه حتى أواخر سنة 2001، حيث استبدل بنظام "تداول"، وبه تم استبدال الأنظمة الإلكترونية السابقة وتعويضها بأجهزة وتطبيقات الكترونية متطورة وحديثة تم تطبيقها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

3- مميزات السوق المالية السعودية

أ- يعتبر السوق المالية السعودية (تداول) مصنفة ضمن أكبر 10 أسواق مالية على مستوى العالم من حيث القيمة السوقية إذ تقدر بـ 2,40 ترليون دولار أمريكي، كما تمثل تداول 76% من القيمة السوقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وتمثل تداول النسبة الأعلى من حيث نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (الرملة السوقية) بين أكبر الأسواق الناشئة إذ يقدر بـ 309%، ودولة جنوب إفريقيا 270% وتايوان 195%، تليها ماليزيا بـ 111% وكوريا الجنوبية 91%، الهند 74%، الصين 60%، روسيا 48%، تركيا 25%².

ب- أسهم الشركات السعودية هي الوحيدة المخول لها القانون بالتداول في السوق المالية السعودية، كما يمكن تصنيفها إلى أكثر من واحد وعشرون قطاعاً رئيسياً.

ج- الاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية يصرح به للأشخاص الاعتباريين والطبيين ومن دول مجلس التعاون الخليجي، وكذا الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يسمح للأجانب بالاستثمار المباشر في أسهم الشركات المدرجة في السوق

¹ - مطلع عليها على الموقع بتاريخ 2020/05/19: <http://www.tadawul.com.sa>

* نظام معلومات الأوراق المالية الإلكترونية (Electronic Securities Information System : ESIS) ويعرف أيضاً بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية واختصاره (ESIS).

² - التقرير السنوي . تداول 2019 ص-ص: 6-7 مطلع عليها على الموقع بتاريخ 2020/07/23: <http://www.tadawul.com.sa>

المالي السعودي، إلا أنهم يسمح لهم بالاستثمار غير المباشر في السوق قائما بواسطة صناديق الاستثمار المشتركة.¹

4 -أهداف السوق المالية السعودية

تهدف السوق المالية السعودية لتحقيق الأهداف التالية:

أ- تسيير وتشغيل السوق المالية بالكفاءة العالية.

- تسيير وتشغيل السوق المالية بالكفاءة العالية؛

-الحرص على جودة وعدالة السوق وكفاءته؛

- رفع من مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المتعاملين لدى السوق؛

- تطوير القدرات الفنية والتنظيمية للسوق المالية؛

- تحسين الخدمات والعمل على الرفع من جودتها لجميع الأطراف (مكاتب وسيطة، متعاملين اقتصاديين)؛

- تسعى لأن تكون سوقا مالية متكاملة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافسية على المستوى الدولي؛

ب - تطوير السوق المالية

- إيجاد الميكانيزمات الجيدة للشركات للحصول على الأموال اللازمة؛

-ابتكار أدوات مالية متنوعة، وتطويرها بما يتناسب مع تطورات السوق؛

-خلق الآليات المناسبة والمتطورة التي تعمل على تكامل العمليات الرئيسية في السوق؛

للسوق المالية السعودية العديد من الخصائص نذكر منها:

5-هيئة السوق المالية السعودية

5-1-النشأة:² أنشئت هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالي " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، الموافق

2003/7/31، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتطلع بالإشراف على

تنظيم السوق المالية، وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.

5-2-المهام الأساسية:³ للسوق المالية مجموعة من المهام تهدف الى تحقيق الآتي:

1- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير

الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛

2- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها؛

3- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛

4- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار

المساهمين، والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور؛

5- تنظيم طلبات التوكل والشراء والعروض العامة للأسهم؛

6- الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة، وتنظيم مراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية، وتسجيلها في

السجل الخاص بها الذي تضعه الهيئة وأحكام نظام تأسيسها، وتنظيم أحكام تسجيل الأموال المنقولة إليها، بما في ذلك توثيق عليها

وحجيتها في مواجهة الغير، وإصدار القواعد المنظمة لذلك؛

7- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش،

¹ - السوق المالية السعودية، " نبذة حول التداول " مطلع عليها على الموقع: www.tadawul.com.sa

² - التقرير السنوي لهيئة الأسواق المالية السعودية، لعام 2015، ص: 20

³ - نفس المرجع، ص: 20

أو تدليس، أو تلاعب؛

٥٨- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛

5-3- الهيكل التنظيمي: بُنيت خطة استراتيجية مستقبلية للفترة 2015-2019، مما استدعى إجراء تعديلات على الهيكل التنظيمي للهيئة لدعم عملها، وإشرافها على السوق المالية، وبناءً عليه صدر قرار الهيئة (1-103-2015) بتاريخ 2015/12/20 القاضي باعتماد هيكل تنظيمي جديد للهيئة.

استند تعديل الهيكل التنظيمي على عدد من القواعد والمنطلقات والأسس نذكر منها:¹

- صدور نظام الشركات الجديدة، الذي ترتب عليه اضطلاع الهيئة بعدد من المهام والاختصاصات الجديدة؛

- رغبة الهيئة في تبني المزيد من ممارسات الحوكمة الرشيدة وتطبيقها في أعمالها؛

- إقرار لائحة منشآت الأغراض الخاصة في القريب العاجل وتفعيل المهام الواردة بالفقرة الفرعية 8 من الفقرة (أ) من المادة الخامسة من نظام السوق المالية المختصة بتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية وتسجيلها

- مشروع فصل المهام والاختصاصات بين هيئة السوق المالية وشركة السوق المالية السعودية (تداول)؛

- انتقال بعض المهام من هيئة السوق المالية إلى هيئة التحقيق والدعم العام (بحكم الاختصاص) بناءً على التوجيه السامي بهذا الخصوص؛

يساعد الهيكل التنظيمي الجديد على تحقيق عدد من التغيرات الهامة في أعمال الهيئة منها:²

- توثيق النموذج الأمثل لدور أعضاء المجلس وتواصلهم مع الإدارة التنفيذ به للهيئة؛

- تمكين أكثر للمديرين من خلال توسيع حجم الصلاحيات الممنوحة لهم ؛

- ترشيد وتحسين أنشطة اللجان المنبثقة من مجلس الهيئة؛

- المشاركة والتواصل المنظم داخل الهيئة ومع جميع الأطراف ذات العلاقة بالسوق المالية؛

- تحسين عمليات الأمانة العامة لمجلس الهيئة وتفعيل الأدوات التقنية المساندة؛

5-4- الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية:³ تُشرف الهيئة على كل من:

٥١- شركة السوق المالية السعودية (تداول)؛^{٥٢- الأشخاص المرخص لهم؛^{٥٣- الشركات المدرجة في السوق المالية؛}}

٥٤- المتداولون في السوق المالية؛^{٥٥- المنشآت ذات الأغراض الخاصة؛}^{٥٦- شركات ووكالات التصنيف الائتمان؛}

- إضافة إلى ما ورد من الأنظمة الأخرى ذات العلاقة، للهيئة وضع المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات الذين يتولون تدقيق دفاتر السوق ومركز الإيداع ومركز المقاصة وسجلاتها، وشركات الوساطة، وصناديق الاستثمار، والشركات المساهمة المدرجة في السوق، والمنشآت ذات الأغراض الخاصة، وشركات ووكالات التصنيف، وللهيئة مع مراعاة مسؤوليتها الإشرافية الحق في تفويض هذه المسؤولية إلى الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين⁴.

6- الخطة الاستراتيجية للسوق المالية السعودية وبرنامج القطاع المالي:⁵

بدأت في سنة 2009 هيئة السوق المالية السعودية على تطوير خططها الاستراتيجية المستقبلية لتطوير السوق المالي ومواكبته للتطورات المتسارعة الدولية من حيث طرق عملها واستعمالها لمختلف التطبيقات التكنولوجية المتطورة الحديثة، والوصول الى رتب جيدة في ترتيب

¹ - التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية، 2015، مرجع سابق، ص: 20

² - نفس المرجع، ص: 20

³ - نفس المرجع، ص: 20

⁴ - هيئة السوق المالية، سوق الأوراق المالية السعودي، نظام السوق المالي، الفصل الثاني، المادة 6، الفقرة 9، ص: 7 المطلاع عليها على موقع تداول- <http://www.tadawul.com.sa>

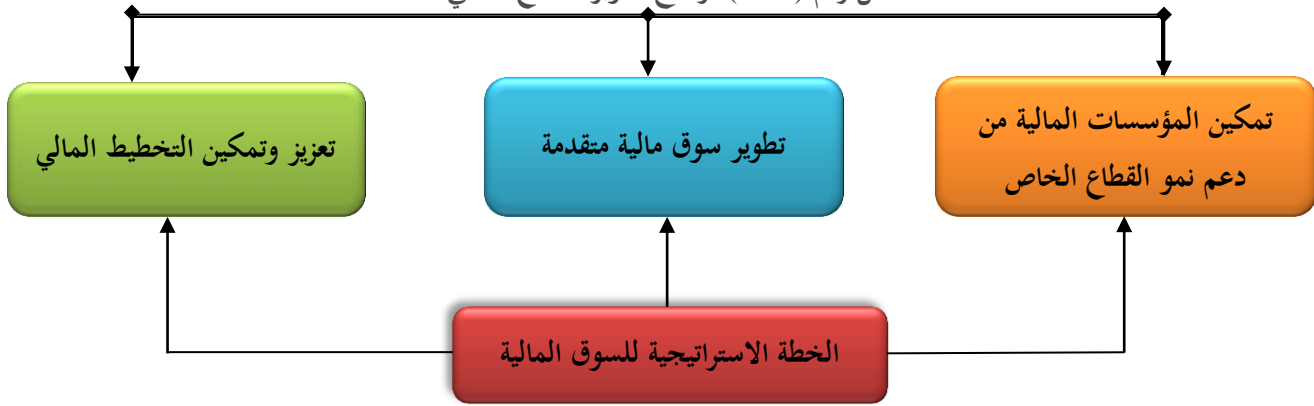
⁵ - هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الباب الاول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-إنجازات الخطة لعام 2020، التقرير السنوي 2020، ص: 42

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

الهيئات المالية الدولية لتعزيز مصداقية السوق المالية اما المستثمرين المحليين او لدول مجلس التعاون الخليجي، او الأجانب من مختلف الجنسيات. وبعد الموافقة الأميرية ومجلس الوزراء على اعتماد الخطة الاستراتيجية لرؤية المملكة العربية السعودية عام 2016م-2030م، شرعت الهيئة في تطوير خطتها الاستراتيجية الاولى 2017 م -2020 م التي انبثق عن عملها برنامج الريادة المالية-الذي يهدف إلى مواءمة أولويات الهيئة وأهدافها الاستراتيجية مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030 ، وعملت الهيئة خلال مسيرتها للسنوات الاخيرة إلى بناء سوق مالية متطورة ومتقدمة ، منفتحة على العالم الخارجي، قادرة على جذب رؤوس الأموال المحلية والدولية، التي تعد من الاهداف الاساسية لتلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد، وتعزيز دور السوق كوسيط للتمويل وبناء وتعزيز هيكل الاقتصاد المتكون من شركات خاصة ومؤسسات ومشاريع تنمية كبيرة، كما عملت الهيئة على تطوير مختلف مكونات البيئة الاستثمارية الجيدة، وتسهيل الطرق المتعددة للاستثمار وتحفيزه، بما يساعد على رفع جاذبية وكفاءة السوق المالية ويقوي من تنافسيتها إقليمياً ودولياً .

كما اهتمت الهيئة في برنامجها المتعددة على هيكلة وتعزيز البيئة التنظيمية والتشريعية، والتوازن والاستقرار ورفع مستويات الحوكمة وشفافية البيانات والمعلومات ومدى مصداقيتها في السوق المالية، كما عملت الهيئة على أن يكون قطاع الأوراق المالية مصدراً للقدرات والكفاءات، وتعمل على زيادة الوعي والثقافة المالية الاستثمارية في السوق المالي. والمخطط التالي يوضح برنامج تطوير القطاع المالي في المملكة العربية السعودية:

الشكل رقم (5-2): برنامج تطوير القطاع المالي



المصدر: هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الباب الاول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-إنجازات الخطة

لعام 2020، التقرير السنوي 2020، ص: 43

7- إنجازات الخطة الاستراتيجية لعام 2020¹

صادق مجلس الهيئة على خطة عمل تنفيذية مفصلة تضمنت عدة مبادرات للخطة الاستراتيجية وأنشطتها خلال سنة 2020 ، والإطار الزمني للتنفيذ، وجمعت من خلالها معلومات وبيانات الإنجاز والصعوبات المتواجدة في الميدان، واستمر العمل على تنفيذ 122 من مبادرات الخطط الاستراتيجية. وفيما يلي بعض الإنجازات والأثر المتوقع منها:

¹ - هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الباب الاول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-إنجازات الخطة لعام 2020، التقرير السنوي 2020، ص: 45.

الجدول رقم (5-1): توقعات بعض الإنجازات والآثار على السوق المالي السعودي

رقم	الإنجاز	الأثر
1	تنفيذ أول إدراج مباشر في السوق الموازية لأسهم "شركة الإسمنت الأبيض"، وتعتبر السوق المالية السعودية أول الأسواق الخليجية التي تسمح بالإدراج المباشر	• استقطاب المزيد من الشركات الراغبة في الإدراج في السوق المالية السعودية (تداول). • تعزيز معدل السيولة وزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق الموازية (نمو). • دعم نمو المنشآت الصغيرة والمتوسطة السعودية وتسريع وتيرة تطورها.
2	اعتماد تعليمات إصدار شهادات الإيداع خارج المملكة	• تنويع قاعدة المستثمرين في السوق المالية السعودية (تداول) • انفتاح السوق المالية السعودية على الأسواق المالية العالمية. • تخفيض تكلفة التمويل للمؤسسات المحلية.
3	إدراج أول صندوق مؤشرات متداولة يستثمران في الصكوك الحكومية.	• تنويع فئات الأصول المتاحة للمستثمرين في السوق.
4	إدراج صندوق البلاد المتداول للمتاجرة بالذهب كأول صندوق استثمار مؤشر متداول في مجال السلع	• تنويع فئات الأصول المتاحة للمستثمرين في السوق. • تمكين المستثمرين بشكل عام والأفراد بشكل خاص من الاستثمار في أسواق السلع من خلال السوق المالية السعودية (تداول).
5	السماح للأجانب بالاستثمار المباشر في أدوات الدين	• تعزيز البيئة الاستثمارية الجاذبة للمستثمرين الأجانب بما يسهم في رفع كفاءة السوق ويزيد من تنافسيتها إقليمياً ودولياً. • تعزيز دور السوق المالية في تكوين رؤوس الأموال وتنويع المنتجات الاستثمارية لشرائح المستثمرين الأجانب.
6	إطلاق سوق للمشتقات المالية في المملكة العربية السعودية	• توفير فرص متنوعة للاستثمار في السوق المالية السعودية.

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية، الباب الأول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية، "الإنجازات والآثار" التقرير السنوي 2020، ص: 45.

وكان لتلك الإنجازات آثار على تقدم ترتيب المملكة العربية السعودية في الكثير من مؤشرات التنافسية العالمية المتعلقة بالسوق المالية السعودية موضحة في الجدول أدناه على النحو التالي¹:

¹ - هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الباب الأول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-إنجازات الخطة لعام 2020، التقرير السنوي 2020، ص: 46.

* (IMD): Institute for Management Development

** الناتج المحلي المستخدم هو لسنة 2019، الصادر عن الهيئة العامة للإحصاء السعودية.

الجدول رقم (5-2): ترتيب السعودية في مؤشرات التنافسية العالمية المتعلقة بالسوق المالية السعودية لعامي: 2019-

2020

ترتيب السعودية العالمي		مؤشر التنافسية العالمي
2020	2019	
24 من 63 دولة	26	الكتاب السنوي للتنافسية العالمية: (World Competitiveness Yearbook) التابع للمعهد الدولي للتنمية الإدارية (IMD)*
12	12	مؤشر السوق المالية (نسبة التغير في المؤشر)
2	26	مؤشر رسملة سوق الأسهم (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)
18	25	مؤشر أسواق الأسهم (توفير التمويل الكافي للشركات.)
20	33	مؤشر الأسواق المالية (سهولة الوصول إلى الأسواق المالية)
20	24	مؤشر حقوق المساهمين
4	36	مؤشر الطروحات الأولية للاكتتاب العام
12	25	مؤشر توفر رأس المال الجريء

المصدر: هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الباب الاول: الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-انجازات الخطة لعام 2020، التقرير السنوي 2020، ص:46.

كما يوضح الجدول ادناه، مؤشرات القياس الرئيسية في اطار (برنامج الريادة المالية)، والمصممة لمؤشرات قياس الاداء الرئيسية لبرنامج تطوير القطاع المالي، اذ تبين ان الهيئة حققت نسبة انجازات قدرت بـ 83% .

الجدول رقم (5-3): نتائج مؤشرات قياس الأداء في برنامج الريادة المالية لعام 2020 م

مؤشر الأداء	المستهدف لسنة 2020	القيمة المحققة	نسبة الانجاز
1 القيمة السوقية (الأسهم وأدوات الدين) كنسبة من الناتج المحلي**	88%	94%	100%
2 الأصول المدارة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	22%	20,57%	94%
3 نسبة التركيز في القيمة السوقية لأكثر 10 شركات	55%	56,5%	97%
4 حجم تداول المستثمر المؤسسي كنسبة من إجمالي حجم التداول	20%	10%	50%
5 نسبة ملكية المستثمرين الأجانب من إجمالي القيمة السوقية للأسهم (%)	15%	9%	60%
6 عدد المنشآت متناهية الصغر والصغيرة المدرجة كنسبة من إجمالي عدد الشركات المدرجة	40%	19%	48%
7 معدل تذبذب مؤشر السوق المالية السعودية	≤ 25%	15,31%	100%
8 الحد الأدنى لقيمة الأسهم الحرة كنسبة من إجمالي	≥ 45%	55,8%	100%

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

القيمة السوقية للأسهم %	نسبة الحسابات الاستثمارية التي تم فتحها من خلال إجراءات معرفة العميل الإلكترونية	10%	95%	100%
9				

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية، نفس المرجع، ص: 47

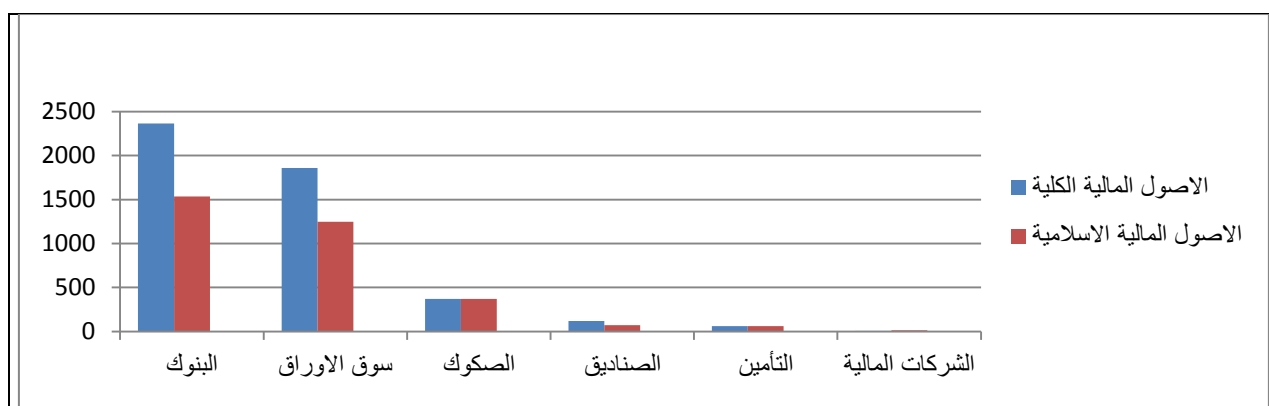
8- هندسة النظام المالي بالمملكة العربية السعودية:

يتكون النظام المالي السعودي من السوق النقدي ويشرف عليه البنك المركزي السعودي-SAMA*- ، وسوق رأس المال وتشرف عليه "هيئة سوق رأس المال"، وعند نهاية عام 2018 ، كانت الأصول العامة للنظام المالي مقسمة على النحو التالي¹: بلغت قيمة النظام المالي الاجمالي بكل قطاعاته 4,75 تريليون ريال سعودي، شكل منها القطاع المصرفي الاجمالي (التقليدي والاسلامي) ما قيمته 2,36 تريليون ريال سعودي ،اذ شكلت البنوك الاسلامية ما نسبته 65%، والتقليدية 35%، والصناديق الاستثمارية شكلت 64,9% والجدول (4-5) ادناه يوضح ذلك:

الجدول رقم(4-5): توزيع حجم الاصول المالية في المملكة العربية السعودية لسنة 2018

مبالغ الاصول المالية الاسلامية			مجموع مبالغ الاصول المالية		
الاصول	ب(مليار ريال سعودي)	ب (مليار دولار امريكي)	نسبة	ب(مليار ريال سعودي)	ب(مليار دولار امريكي)
اصول البنوك	2,363.4	630,2	%64,9	1,533.8	409.0
سوق الاوراق المالية	1,858,8	495,7	%67,2	1,248.8	333
الصكوك المستحقة	369,8	98,6	%100	369.8	98.6
الصناديق الاستثمارية	119,8	29,8	%64,1	71.6	19.1
التأمين	58,5	15,6	%100	58.5	15.6
الشركات المالية	3,8	14,4	%26,4	14.4	3.8
المجموع	4,776.8	1,273.8	%69,02	3,297.0	879.2

الشكل رقم (3-5): توزيع حجم الاصول المالية في المملكة العربية السعودية لسنة 2018



من اعداد الباحث بناءً على الجدول اعلاه

* سابقا كانت تسمى مؤسسة النقد العربي، وعدلت بقرار مجلس الوزراء رقم 229 المؤرخ بـ 1446/4/9هـ، وبصدور المرسوم الملكي رقم م/36 المؤرخ بـ 1446/4/11هـ في مادته الثانية حيث نص على: ((يحل اسم "البنك المركزي السعودي" محل اسم "مؤسسة النقد العربي السعودي" أينما ورد في الأنظمة والتنظيمات والأوامر والقرارات ذات الصلة، ويحل البنك محل المؤسسة في حقوقها والتزاماتها.))

¹-Islamic Development Bank(IsDB), "ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIE: leading the way to vision 2030", Islamic Research and training Institute, Islamic Finance Country REPORT,2020, P:13

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

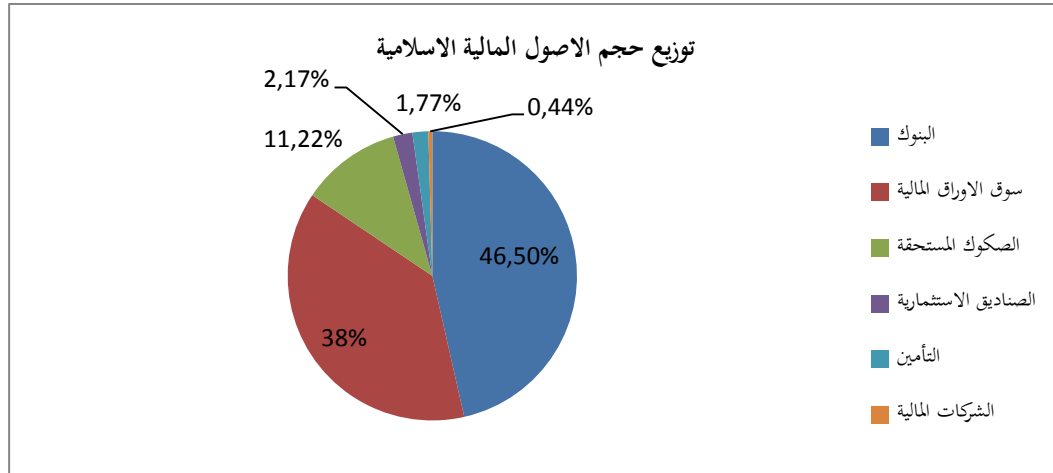
كما وزعت أصول المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية سنة 2018 حسب الجدول أدناه:

الجدول رقم (5-5): توزيع حجم الأصول المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية لسنة 2019

النسبة %	(بمليار دولار أمريكي)	(بمليار ريال سعودي)	الأصول
46,5%	409.0	1,553.8	أصول البنوك
38%	333	1,248.8	سوق الأوراق المالية
11,22%	98.6	369.8	الصكوك المستحقة
2,17%	19.1	71.6	الصناديق الاستثمارية
1,77%	15.6	58.5	التأمين
0,44%	3.8	14.4	الشركات المالية
100%	879.2	3,297.0	المجموع

إعداد الباحث بالاعتماد على: Islamic Development Bank(IsDB), “ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIE: leading the way to vision 2030”, Islamic Research and training Institute, Islamic Finance Country REPORT,2020, P:14

الشكل رقم (5-4): توزيع حجم الأصول المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية لسنة 2019



إعداد الباحث بالاعتماد على: الجدول أعلاه

9-صناديق الاستثمار وبرامج الاستثمار الجماعي:

حولت المادة 39 من نظام الهيئة الحق في تنظيم عمل صناديق الاستثمار ووضع اللوائح والقواعد والتعليمات.

ونصت المادة 39 من النظام الداخلي لهيئة السوق المالية السعودي على:¹

أ-صندوق الاستثمار هو برنامج استثمار مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرامج، ويديره مدير الاستثمار مقابل رسوم محددة.

ب-تؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم عمل صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك خلال سنتين من صدور النظام.

ج-تقوم الهيئة بتنظيم عمل مديري المحافظ، ومستشاري الاستثمار، والإشراف عليهم، بما في ذلك وضع اللوائح والقواعد والتعليمات التي تتعلق بما يأتي:

1-الهيكلة التنظيمية.

2-الأنظمة المحاسبية والقواعد التشغيلية.

3-الإدارة واتخاذ القرارات في صندوق الاستثمار.

4-إجراءات حفظ الأوراق المالية وتقديم الخدمات للعملاء بكفاءة.

5-مقابل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة.

6-إبرام الصفقات مع الأطراف ذوي العلاقة.

7-تقارير الأداء وحساب قيمة الأصول وأسعار الوحدات والإعلان.

8-شروط الموافقة على تأسيس صناديق جديدة ومتطلباتها.

9-المتطلبات الخاصة بالتقارير المالية والدورية للصناديق.

10-متطلبات السيولة وحدود المخاطرة.

11-متطلبات الكفاءة المهنية، والملائمة الشخصية، والمسؤولية المالية، ومتطلبات الترخيص.

10- شركة السوق المالية السعودية (تداول):²

10-1- التعريف بشركة السوق المالية السعودية (تداول): أُسِّست شركة مجموعة تداول السعودية القابضة كشركة سعودية مساهمة

مقفلة مقيدة في المملكة العربية السعودية بتاريخ (12 ديسمبر 2007م) وقد تأسست الشركة بموجب المرسوم الملكي رقم م/15

وتاريخ 01/03/1428هـ (الموافق 20 مارس 2007م) وقرار وزير التجارة رقم 320/ك بتاريخ (11 ديسمبر 2007م)، ويبلغ

رأس مال الشركة المصرح به والمصدر والمدفوع بالكامل، منذ تأسيسها 1,200 مليون ريال سعودي مقسم إلى 120 مليون سهم

عادي بقيمة 10 ريالات سعودية للسهم الواحد وكانت الشركة في حينه مملوكة بالكامل من قبل صندوق الاستثمارات العامة، وتم

تحويل الشركة إلى شركة قابضة بتاريخ (20 مارس 2021م) بموجب قرار الجمعية العامة غير العادية للشركة في اجتماعها بتاريخ (6

أبريل 2021م)، وقد قام الصندوق ببيع 30% من حصته في الشركة وذلك عن طريق الطرح العام الأولي في تداول السعودية .

وتتولى شركة تداول السعودية عدة مهام منها بينها إدراج وتداول الأوراق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين، باعتبار شركة تداول سوق

للأوراق المالية المعنية بأنشطة التداول، والمصدر الرسمي لكل المعلومات المتعلقة بالسوق في المملكة العربية السعودية، كما تعمل الشركة

على تحقيق خطط النمو الاستراتيجية للمجموعة، وتزويد المشاركين في السوق المالية بفرص استثمارية جذابة ومتنوعة.

وُتَرَتَّب "تداول السعودية" التاسعة عالميا كأكبر سوق مالية بين الأسواق المالية الـ 67 الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات، كما

¹ - هيئة السوق المالية، سوق الأوراق المالية السعودي، نظام السوق المالي، الفصل السادس، صناديق الاستثمار، وبرامج الاستثمار الجماعي، 2020، ص: 25 المطلع عليها على موقع

تداول <http://www.tadawul.com.sa>

² - حول تداول السعودية، المطلع عليها بتاريخ 15 مارس 2022 على الموقع الإلكتروني الرئيسي لشركة تداول: <https://www.saudiexchange.sa>

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

صنفت كأكبر سوق مالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وفي المرتبة الثالثة كأكبر سوق مالية من بين نظيراتها في الأسواق الناشئة، وهي عضو ينتمي الى كل من المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، والاتحاد الدولي للبورصات، واتحاد البورصات العربية. ويوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ يونيو 2003م، الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بسوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية.

10-2- النظام الأساسي لشركة تداول السعودية¹: ينص النظام الأساسي لشركة تداول في بابه الاول و مواده الآتية على:

المادة الأولى: التأسيس - (تؤسس - وفقاً لهذا النظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات - شركة مساهمة سعودية، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة، ويشار إليها في هذا النظام بالشركة).

المادة الثانية: اسم الشركة ((شركة السوق المالية السعودية (تداول)، شركة شخص واحد مساهمة مغلقة))

المادة الثالثة: أغراض الشركة ((تشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات إدراج وتداول الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر بما لا يتعارض مع الأنظمة واللوائح ذات العلاقة.))

المادة الرابعة: المشاركة والتملك ((يجوز للشركة أن تؤسس شركات أخرى بمفردها ذات مسؤولية محدودة أو مساهمة مغلقة بشرط ألا يقل رأس المال عن خمسة (5) ملايين ريال كما يجوز لها أن تمتلك الأسهم والحصص في شركات أخرى قائمة أو تندمج معها ولها حق الاشتراك مع الغير في تأسيس الشركات المساهمة أو ذات المسؤولية المحدودة وذلك بعد استيفاء ما تتطلبه الأنظمة والتعليمات المتبعة في هذا الشأن. كما يجوز للشركة أن تتصرف في هذه الأسهم أو الحصص على ألا يشمل ذلك الوساطة في تداولها، كما يجوز للشركة تملك الأصول المنقولة وغير المنقولة، وبيعها وشراؤها وتأجيرها.))

المادة الخامسة: المركز الرئيس للشركة ((يقع المركز الرئيس للشركة في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية. ولها أن تُنشئ فروعاً أو مكاتب أخرى أو توكيلات داخل المملكة أو خارجها بقرار من مجلس الإدارة.))

المادة السادسة: مدة الشركة ((مدة الشركة (تسعة وتسعون) عاماً / ميلادياً، تبدأ من تاريخ صدور المرسوم الملكي الذي يُرخص بتأسيسها، ويجوز إطالة هذه المدة لمدة مماثلة أو مدد أخرى أقصر أو أطول منها وذلك بقرار تصدره الجمعية العامة غير العادية قبل انتهاء أجلها بسنة واحدة على الأقل.))

11- تصنيفات القطاعات الاقتصادية في السوق المالي السعودي²:

11-1- تصنيف القطاعات الاقتصادية لتداول السعودية لعام 2008: وضعت -تداول- السعودية تصنيف لقطاعات السوق في سنة 2008، وصُنفت الشركات التي ترغب في الاكتتاب العام بقطاعات محددة ويمكن ألا تعكس طبيعة نشاطها أو القطاع الفعلي الذي يجب ان تنتمي إليه بشكل دقيق. وكان لهذا التصنيف للقطاعات عدة قيود، حيث لم يكن مبنياً على معايير تصنيف عالمية، ولم تتوفر مراجعات دورية لمتابعة التغيرات التي تطرأ على أنشطة الشركات المصنفة في هذه القطاعات، والتي يمكن ان يتم تعديل القطاع الذي يجب ان تنتمي إليه، وقُسمت قطاعات تداول السعودية إلى 16 قطاع رئيسي.

¹ النظام الأساسي لشركة تداول السعودية، المطلع عليه يوم 15 مارس 2022 على الموقع الرئيسي لشركة تداول: <https://www.saudiexchange.sa>

² - هيكلية قطاعات السوق، المطلع عليه يوم 2022/03/10 على الموقع: <https://www.saudiexchange.sa>

***Global Industry Classification Standard (GICS): المعيار العالمي للقطاعات (GICS) هو نظام تصنيف صناعي قطاعي هرمي، تم وضعه في عام 1999 من قبل MSCI و "ستاندرد آند بورز"، (S&P) العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية، بتطوير المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، وهما من الشركات العالمية الرائدة في مجال توفير بيانات مالية عالمية مستقلة، ومعلومات المؤشرات، ومنتجات وخدمات متعلقة بالمقارنات الاستراتيجية، حيث يتم تعريف القطاعات الموحدة على جميع شركات العالم وهي منهجية مقبولة بشكل كبير للتحليل في مجالات الاستثمار وإدارة المحافظ الاستثمارية والمالية وتخصيص الأصول، وتستخدم من قبل الأسواق المالية العالمية، ويتكون هيكل المعيار العالمي للقطاعات من 11 قطاعاً صناعياً تضم بداخلها 24 مجموعة صناعية بداخلهم 68 صناعة تنقسم إلى 157 الصناعات الفرعية. (مطلع عليها يوم 2022/03/15 على الموقع:

<http://www.msci.com/resources/factsheets/MSCI-Global-Industry-Classification-Standard.pdf>

11-2- تصنيف القطاعات الاقتصادية لتداول السعودية حسب معيار المعيار العالمي لتصنيف القطاعات¹: (GICS)*:

أما التصنيف الجديد المعتمد من -تداول السعودية- فهو يعتمد على مواءمة الأنشطة الرئيسية للشركة ومصادر دخلها وتصنيفها في القطاع الأنسب لها.

ومع التطورات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد السعودي من تغييرات طرأت على القطاعين العام والخاص ومواكبتها من خلال إعادة تصنيف قطاعات الشركات المدرجة في تداول السعودية.

يعد المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) هو نظام تصنيف متعارف عليه عالمياً يتم تطبيقه من آلاف المشاركين في الأسواق من خلال عدة مجموعات ذات العلاقة بالأنشطة الاستثمارية مثل مدراء الأصول، والوسطاء الماليون (سواء على المستوى المؤسسي أو التجزئة)، والمستشارون، والباحثون، وأسواق الأسهم.

11-3- مميزات معيار (GICS)²:

أ-عالمي: يطبق معيار التصنيف على آلاف الشركات حول العالم؛

ب-موثوق: تصنيف مستقل وحيادي تقوم به تقوم شركتي P&S و MSCI العالميتين ذات خبرة طويلة في مجال المعلومات المالية والاستشراف؛

ج-مرن: يوفر أربعة مستويات للتحليل، بدءاً من القطاعات الرئيسية والفرعية ووصولاً إلى القطاعات التفصيلية؛

د-قابل للتطوير والنمو: تقوم شركتي P&S و MSCI العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية والاستشراف بمراجعة سنوية دائمة ودورية لضمان مواءمة الهيكل الخاصة بالتصنيف مع الأسواق المالية العالمية؛

ان اختيار المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) كمعيار لإعادة تصنيف قطاعات تداول السعودية، يسهل على المستثمرين المحليين والأجانب من تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري في قطاعات تداول السعودية ومقارنتها مع مثيلاتها من القطاعات بالأسواق المالية العالمية، مما يمكن من وضع استراتيجيات استثمارية أكثر فاعلية ومواكبة للتطورات الاقتصادية والمالية العالمية.

11-4- منهجية وهيكلية تطبيق المعيار العالمي للقطاعات (GICS)³: يعتمد معيار (GICS) على نظام تصنيف مكون من

أربعة مستويات تتألف من 11 قطاع رئيسي (المستوى 1)، و 24 قطاع (المستوى 2)، وأكثر من 60 قطاع فرعي (المستوى 3)، وأكثر من 150 قطاع تفصيلي (المستوى 4)، كما هو موضح في الملاحق.

وبناءً على هيكلية التصنيف، يتم تصنيف الشركات بحسب القطاعات التفصيلية (المستوى الرابع)، ومنه تندرج تحت قطاعات فرعية (المستوى الثالث)، وبنفس الكيفية تندرج القطاعات الفرعية تحت القطاعات (المستوى الثاني) ومنه تجتمع لتكون قطاعات رئيسية (المستوى الأول).

ويُطبق هذا التصنيف منهجية كمية ونوعية، حيث يتم تصنيف كل شركة بحسب القطاع التفصيلي الذي يحدده النشاط الرئيسي الذي يحقق أغلب العوائد بالشركة، وعد التقارير السنوية والقوائم المالية من المصادر الرئيسية للمعلومات التي يتم على أساسها تصنيف الشركات، وبالنسبة للشركات الجديدة، يتم تصنيفها حسب الأنشطة المسماة في نشرة الإصدار الأولى.

أما عن هيكلية قطاعات السوق في -تداول السعودية- فهي تتكون من 20 قطاع تمثل (المستوى الثاني) بحسب المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS).

¹ - هيكلية قطاعات السوق، مرجع سابق.

² - نفس المرجع.

³ - هيكلية قطاعات السوق، مرجع سابق.

12- مؤشر تداول في السوق المالية السعودية

12-1- المؤشر: تعمل شركة السوق المالية السعودية (تداول) على احتساب مؤشرات الأسهم العامة (مؤشر السوق الرئيسية ومؤشر السوق الموازية ذو الحد الأعلى* ومؤشر السوق الموازية بدون الحد الأعلى، ومؤشرات القطاعات في السوق الرئيسية)، وتمثل هذه المؤشرات الأسهم المدرجة في شركة السوق المالية السعودية- تداول-، و حسب الصفقات العادية تقوم -تداول- بالحساب والنشر لمؤشراتها خلال جلسة التداول ، ولا تحتسب الصفقات المتفاوض عليها في حساب مؤشرات التداول¹.

12-2- مؤشرات السوق الرئيسية

12-2-1- مؤشرات السوق الرئيسية ((TASI) Tadawul All Share Index)

هو مؤشر رئيسي لجميع الأسهم في السوق الرئيسية، ويضم جميع الأسهم المؤهلة المدرجة في تداول. **12-2-2- مؤشرات القطاعات:** تتم عملية إنشاء مؤشرات القطاعات من المؤشر الرئيسي للسوق (TASI)، وعملت تداول على تطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) اعتماداً على المستوى الثاني منه في 8 جانفي 2017، عند إنشاء مؤشرات القطاعات ، وتتوفر تفاصيل مؤشرات القطاعات على موقع تداول الإلكتروني².

12-2-3- مؤشرات السوق الموازية (نمو): مؤشر السوق الموازية ذو الحد الأعلى هو المؤشر للسوق الموازية، ويشمل جميع الأوراق المالية المؤهلة والمدرجة في تداول، إضافة إلى مؤشر السوق الموازية بدون الحد الأعلى، وتتوفر تفاصيل مؤشرات السوق الموازية على موقع تداول الإلكتروني³.

¹ - شركة السوق المالية السعودية (تداول)، "منهجية مؤشرات تداول"، ص:4، المطلاع عليها يوم 2022/01/20 على الموقع: <https://www.saudiexchange.sa>

* المؤشرات ذات الحد الأعلى: هو المؤشر الذي يحتوي على حد أعلى لوزن الورقة المالية لذلك المؤشر، حيث يحدد نسبة مئوية قصوى على الوزن للمكون الذي يتم تحديده من خلال القيمة السوقية، ويتم استخدام المؤشر ذو الحد الأعلى لمنع أي ورقة مالية من التأثير بشكل كبير على المؤشر.

² - شركة السوق المالية السعودية (تداول)، "منهجية مؤشرات تداول"، مرجع سابق، ص:4

³ - شركة السوق المالية السعودية (تداول)، "منهجية مؤشرات تداول"، مرجع سابق، ص:4

* تم تعليق ونشر حساب مؤشر السوق الموازية (نمو) بدون الحد الأعلى عند نهاية تداول ليوم الخميس 2020/05/14.

المطلب الثاني: تطور تداولات السوق المالي السعودي للفترة من 2010 الى 2020

تمهيد:

سنتناول في هذا المطلب مختلف عمليات التداول الجارية في السوق المالي السعودي من حيث تطورات وتقلبات المؤشر العام للسوق، والمؤشرات القطاعية المختلفة ونسب التغيير الحاصلة فيها، ثم عدد الاسهم وقيمها المتداولة، وعدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات المكونة للاقتصاد السعودي، وبعدها سنقارن ما بين القيمة السوقية والمؤشر العام للسوق المالية السعودية، ثم مقارنة الركائز الأساسية للتداول وهي قيمة الاسهم المتداولة مع عددها وكذلك عدد الصفقات المنفذة، واخيراً نعمل على مقارنة عامة بين مختلف التداولات، وتوضيح اهمية الصناديق الاستثمارية في السوق المالية السعودية.

1-تطورات مؤشر السوق المالي السعودي-تداول-:(Tadawul All Share Index)

سنطرق في المرحلة الاولى من تحليل الى التطورات الاجمالية السنوية لقيمة المؤشر الرئيسي (TASI) داخل السوق المالي السعودي ، ثم التطورات السنوية الاجمالية لقيمتها عند أسهم القطاعات الرئيسية المكونة للسوق المالية.

1-1-تطورات المؤشر العام الرئيسي للسوق المالي السعودي: يعطي الجدول والشكل البياني ادناه تطورات القيمة السوقية

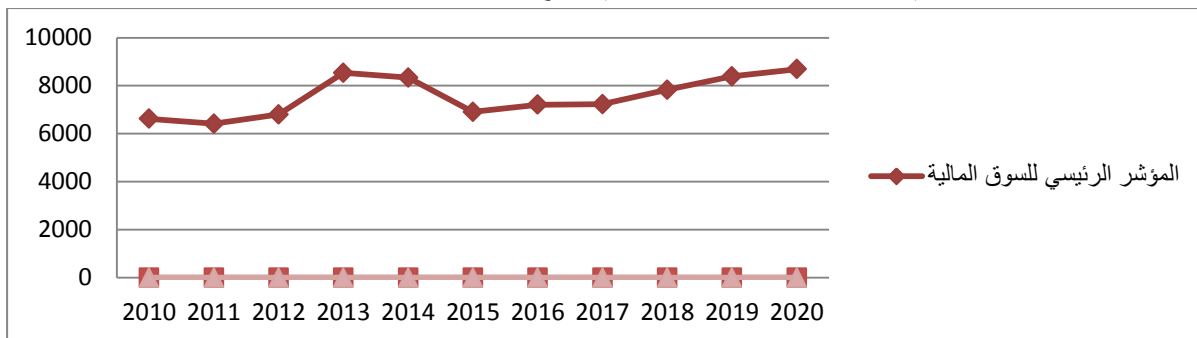
للأسهم المصدرة ومؤشرات التداول لأسهم جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية:

الجدول رقم (5-6): القيمة السوقية للأسهم المصدرة ومؤشر تداول لأسهم جميع الشركات من 2010 الى 2020

العام	القيمة السوقية (مليار ريال)	التغيير-%	المؤشر العام	التغيير-%
2010	1,325.39	-	6,620.75	-
2011	1,270.84	-4,12%	6,417.73	-3.07%
2012	1,400.34	10,19%	6,801.22	5,98%
2013	1,752.86	25,17%	8,535.60	25,50%
2014	1,812.89	3,42%	8,333.30	-2.37%
2015	1,579.06	-12,90%	6,911.76	-17.06%
2016	1,681.95	6,52%	7,210.43	4,32%
2017	1,689.60	0,45%	7,226.32	0,22%
2018	1,858.95	10,02%	7,826.73	8,31%
2019	9,025.44	385,51%	8,389.23	7,19%
2020	9,101.81	0,85%	8,689.23	3,58%

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية لسنة (2020،ص:19)

الشكل رقم (5-5): مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات من 2010 الى 2020



المصدر: اعتمادا على الجدول اعلاه

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

ان المتتبع لتطورات المؤشر العام الرئيسي للسوق المالية السعودية والقيمة السوقية للأسهم المصدرة فيه خلال الفترة من سنة 2010 الى 2020 نلاحظ ما يلي:

-هناك ملاحظة عامة من حيث تذبذب المؤشر الرئيسي للسوق المالية خلال الفترة من سنة 2010 الى 2015 حيث تراوح ما بين ادنى قيمة له كانت في سنة 2011 مساوية 6,417.73 نقطة، وأعلى قيمة له في سنة 2015 مساوية الى 6,911.76 نقطة، اذ سجل نسبة انخفاض قدرت بـ 3,07% ما بين سنتي 2010 و 2011، وعاد مرة أخرى للارتفاع بنسبة مقدارها 5,98% بين سنتي 2011 و 2012، اما ما بين 2012 و 2013 فتمثل طفرة في صعود المؤشر بنسبة قدرت بـ 25,50% وهي اعلى نسبة في زيادة المؤشر خلال فترة الدراسة كاملة وهذا راجع الى الانتعاش الذي طرأ على اسعار النفط بعد التعافي التدريجي للاقتصاد العالمي من الازمة المالية العالمية لعام 2008 وما تبعه من ركود في الاقتصاد العالمي، وما تبعه من زيادة الطلب الفعلي على النفط بإعتبار المملكة من أكبر موردي الطاقة للسوق العالمية وخاصة الصين التي تعتبر أكبر مستورد لها، وباعتبار السعودية تعتمد بنسبة كبيرة على الإيرادات النفطية لقيادة قاطرة الاقتصاد، اما ما بين سنتي 2013 و 2014 عاد ليخسر مكاسبه للسنة الفارطة قدرت بـ 2,37%-، وازداد هبوطاً بين سنتي 2014 و 2015 اذ قدرت النسبة بـ 17,06%- بسبب الصدمة البترولية الكبرى لسنة 2014 وتداعياتها على الاقتصاد السعودي.

واستمر المؤشر ابتداء من عام 2016 بصورة تصاعدية متزايدة اذ سجل ابتداء من 2016 الى نهاية اغلاق السوق المالية عام 2020، القيم المتتالية للمؤشر اذ سجل 7,210.43 نقطة في 2016 وانتهى بـ 8,689.53 نقطة سنة 2020. الا انه يجب التوقف عند سنة 2020 وتداعيات وباء كورونا على الاقتصاد العالمي ومنه السعودي اذ تعد نسبة زيادة قيمة المؤشر المقدرة بـ 3,58% كانت بسبب الحزم المالية الكبيرة الناتجة عن ضخ السيولة في الاسواق المالية المتأثرة بالأزمة.

1-2-تطور مؤشرات القطاعات للسوق المالي السعودي:

وللتعمق أكثر في السوق المالية السعودية وتتبع المؤشر الرئيسي، يجب التفصيل في مؤشرات مختلف القطاعات المكونة لهيكل الاقتصاد السعودي وتوضيح اهم القطاعات الرئيسية النشطة والقائدة لهذا السوق المالي وذلك من خلال هذين الجدولين التفصيليين للأداء السنوي لمؤشرات القطاعات خلال الفترة ما بين 2010 الى 2020:

الجدول رقم(5-7): الأداء السنوي لمؤشرات القطاعات خلال الفترة 2010 الى 2015 للسوق المالي السعودي

السنوات/القطاعات	210	2011	نسبة التغير %	2012	2013	نسبة التغير %	2014	2015	نسبة التغير %
المصارف والخدمات المالية	16.706.81	14.581.76	-12.72	14.645.38	17.865.56	21.99	18.314.14	15.586.76	-14.89
الصناعات البتروكيماوية	6.518.34	6.232.93	-4.38	5.856.40	7.545.50	28.84	5.857.20	4.274.68	-27.02
الإسمنت	3.924.44	5.336.06	35.97	6.063.04	7.022.95	15.83	6.852.73	4.542.23	-33.72
التجزئة	4.924.45	6.475.17	31.49	7.506.05	11.698.54	55.85	15.518.48	12.549.95	-19.13
الطاقة والمرافق الخدمية	5.017.16	4.976.27	-0.82	4.790.15	5.358.74	11.87	5.648.32	5.724.83	1.35
الزراعة والصناعات الغذائية	5.620.73	5.812.72	3.42	6.590.35	9.193.36	39.50	11.669.72	9.126.10	-21.80
الاتصالات وتقنية المعلومات	1.920.60	1.668.58	-13.12	2.164.77	2.657.14	22.74	1.942.08	1.621.15	-16.53
التأمين	911.48	996.63	9.34	1.361.66	1.207.18	-11.34	1.275.94	1.243.89	-2.51
شركات الاستثمار المتعدد	2.284.35	2.756.42	20.67	3.697.36	4.350.70	17.67	3.679.06	3.300.14	-10.30
الاستثمار الصناعي	5.069.26	5.515.90	8.81	6.315.25	7.088.42	12.24	6.592.86	6.427.57	-2.51
التشييد والبناء	3.321.61	3.264.12	-1.73	2.820.08	3.502.90	24.21	3.302.82	2.298.14	-30.42
التطوير العقاري	2.758.13	2.705.21	-1.92	3.344.20	4.762.89	42.42	5.915.87	5.962.68	0.79
النقل	3.198.03	2.882.24	-9.87	4.865.51	6.476.81	33.12	7.242.87	7.782.73	7.45
الاعلام والنشر	1.459.13	2.148.99	48.28	2.909.56	2.735.90	-5.97	2.200.66	3.462.13	57.32
الفنادق والسياحة	4.881.20	6.005.91	23.04	7.253.64	16.173.81	122.98	19.770.14	16.806.56	-14.99
الصناديق العقارية المتداولة	/	/	/	/	/	/	/	/	/

من اعداد الباحث بناء على مصادر: التقرير السنوي الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية للسنوات(2011،ص:40)، (2013،ص:30)، (2015،ص:31)،

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

فمن خلال الجدول اعلاه يمكن تتبع تطورات حركة مستوى مؤشر القطاعات وتحديد اهمها واكثرها تأثيراً على المؤشر الرئيسي للسوق المالي السعودي، فنجد ان قطاع المصارف والخدمات المالية يتميز بصعود المؤشر الى مستويات عليا رغم تذبذبه بين الصعود والهبوط حسب الاوضاع الاقتصادية للملكة، اذ نجده في عام 2010 يصل المؤشر القطاعي الى 16,706.81 نقطة ويعود الى التراجع في السنة الموالية 2011 اذ وصل الى 14,581.76 نقطة بنسبة تغير قدرت بـ 12,72-%، وبعد ها في سنة 2012 زاد زيادة طفيفة ووصل الى 14,645 نقطة، وعاد مرة اخرى للصعود ولامس 17,865.56 نقطة في سنة 2013 بنسبة تغيير وصلت الى 21,99-%، واستمر في الصعود اذ سجل في سنة 2014 مستوى 18,314.14 نقطة ويعد اعلى مستوى وصل اليه المؤشر القطاعي للمصارف والخدمات المالية خلال الفترة 2010-2015، غير انه بعد الصدمة البترولية في اواخر عام 2014 اثر في مستوى المؤشر القطاعي ووصلت في سنة 2015 الى مستوى 15,586 اي بنسبة هبوط قدرت بـ 14,89-% .

- كما يلاحظ على ان قطاع الصناعات البترولية خلال الفترة 2010-2015 يتراوح ما بين ادنى قيمة مسجلة للمؤشر القطاعي هي في سنة 2015 وكانت 4,274.68 نقطة، واعلى مستوى كان عام 2013 مسجلا 7,545.50 نقطة . ويلاحظ على المؤشر خلال هذه الفترة التذبذب اذ سجل في سنة 2010 مستوى 6,518.34 نقطة، وانخفض بعدها في السنة الموالية 2011 اذ سجل 6,232.93 نقطة وهو هبوط طفيف قدرت نسبته بـ 4,38-%، واستمر في الهبوط حتى عام 2012 حيث سجل مستوى 5,856.40 نقطة، محققا طفرة في الصعود وهذا في عام 2013 قدرت نسبتها بـ 28,84-% عند مستوى 7,545.50 نقطة، وعاد بعد الصدمة البترولية مرة اخرى الى الهبوط حيث سجل في عام 2014 مستوى 5,857.20 نقطة، وفي سنة 2015 توقف المؤشر عند الاغلاق الاخير للسنة عند مستوى 4,274.68 نقطة اي بنسبة تغير قدرت بـ 27,02-% متأثرا بركود الاقتصاد العالمي وقلة الطلب على الطاقة ومنه التأثير على إيرادات المملكة ومنها اقتصادها المعتمد عليه بشكل ملحوظ.

- كما يلاحظ على قطاع الاسمنت بصورة عامة الاستمرار في صعود المؤشر من عام 2010 الى سنة 2013 اذ سجل على التوالي 3,924.44 نقطة، 5,336.06 نقطة، 6,063.04 نقطة، 7,022.95 نقطة للسنوات 2010، 2011، 2012، 2013، على التوالي، غير انه عاد الى الهبوط مرة اخرى بين سنتي 2014 حيث سجل المؤشر مستوى 6,852.73 نقطة، وبعدها هبط المؤشر في سنة 2015 ووصل عند مستوى 4,542.23 نقطة اي بمعدل نقصان قدر بـ 33,72-%، ونلاحظ ان قطاع الاسمنت كغيره من القطاعات المكونة للاقتصاد السعودي رغم اهميته في تحقيق الكثير من المطالب التنموية في قطاع السكن وبناء المنشآت القاعدية الا انه يعتمد على المحرك الرئيسي للاقتصاد الا وهو الربيع البترولي رغم التنوع خارج القطاع النفطي الذي تسعى اليه مخططات المملكة الاستراتيجية لأفاق سنة 2030.

- كما يلاحظ على قطاع التجزئة انه تراوح مؤشره القطاعي خلال السنوات من 2010 الى 2015 ما بين ادنى قيمة وهي مسجلة بسنة 2010 عند مستوى 4,924.45 نقطة ، واعلى قيمة للمؤشر كانت عام 2014 عند مستوى 15,518.48 نقطة.

- اما المؤشر القطاعي للطاقة والمرافق الخدمية فتراوح ما بين ادنى مستوى له سنة 2012 بمقدار 4,790.15 نقطة ، واعلى قيمة له كانت خلال سنة 2015 بـ 5,724.83 نقطة.

- كذلك قطاع الزراعة والصناعات الغذائية تراوحت مؤشرها القطاعي ما بين اعلى قيمة له كانت في عام 2014 مقدرة بـ 11,669.72 نقطة، وادناه في السنوات الخمس مجتمعة كانت عند حدود 5,620.73 في عام 2010.

- اما عن المؤشرات القطاعية لكل من قطاعات الاتصالات وتقنية المعلومات، والتأمين، وشركات الاستثمار المتعددة، والتشييد والبناء، والاعلام والنشر، فكانت مؤشراتهما متدنية وتراوحت ما عند ادنى مستوى 1,207.18 نقطة عند قطاع التأمين واعلى مستوى كانت عند قطاع شركات الاستثمار المتعددة بـ 4,350.70 نقطة ، هذا ما يدل على الحركية الضعيفة لهذه القطاعات بالنسبة الى بقية القطاعات.

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

-أما عن بقية القطاعات كالاستثمار الصناعي، والتطوير العقاري، وخاصة الفنادق والسياحة كانت بداية مستوى مؤشراتها ضعيف ومتذبذب ثم أخذت المنحنى التصاعدي ووصلت في عام 2014 إلى 19,770.14 نقطة في قطاع الفنادق والسياحة، وتراجعته في عام 2015 إلى مستوى 16,806.56 نقطة أي بنسبة 14,99% .

الجدول رقم (5-8):تابع-الأداء السنوي لمؤشرات القطاعات خلال الفترة 2016 الى 2020

السنوات/القطاعات	2016	2017	نسبة التغير %	2018	2019	نسبة التغير %	2019	2020	نسبة التغير %
الطاقة	4.977.22	4.279.85	-14.01	4.849.21	5.442.65	12.24	5.442.65	5,387.30	-1.02%
المواد الأساسية	4.983.12	5.053.62	1.41	5.251.47	5.166.70	-1.61	5.166.70	5,746.02	11.21%
السلع الرأسمالية	4.990.00	4.341.00	-13.01	3.900.75	4.332.37	11.07	4.332.37	6,538.08	50.91%
الخدمات التجارية والمهنية	5.044.30	4.206.16	-16.62	4.136.91	4.771.81	15.35	4.771.81	4,059.67	-14.92%
النقل	5.099.30	4.011.84	-21.33	3.476.00	4.305.18	26.41	4.305.18	4,843.05	10.19%
السلع طويلة الأجل	4.645.69	4.140.63	-10.87	3.663.67	3.506.44	-4.29	3.506.44	5,722.23	63.19%
الخدمات الاستهلاكية	4.832.41	3.684.83	-23.75	2.947.21	3.958.85	34.33	3.958.85	4,268.97	7.83%
الاعلام والترفيه	5.120.85	7.736.38	51.08	10.178.05	9.401.74	-7.63	9.401.74	10,216.95	8.67%
تجزئة السلع الكمالية	4.910.24	5.632.97	14.72	6.865.53	7.697.19	12.11	7.697.19	8,556.32	11.16%
تجزئة الأغذية	5.053.01	5.610.27	11.03	5.943.94	6.616.03	11.31	6.616.03	10,536.54	59.26%
انتاج الأغذية	4.901.78	4.897.43	-0.09	3.888.02	4.353.52	11.97	4.353.52	5,463.81	25.50%
الرعاية الصحية	5.017.65	4.443.12	-11.45	3.757.41	3.729.82	-0.73	3.729.82	5,653.53	51.58%
الأدوية	5.382.59	3.970.98	-26.23	3.878.64	3.594.99	-7.31	3.594.99	5,171.51	43.85%
البنوك	5.084.71	5.501.85	8.20	7.213.57	8.107.30	12.39	8.107.30	7,588.80	6.40%
الاستثمار والتمويل	4.986.59	4.029.94	-19.18	3.478.02	3.302.48	5.05	3.302.48	4,595.13	39.14%
التأمين	4.912.45	4.724.05	-3.84	4.175.07	4.513.53	8.11	4.513.53	6,024.74	33.48%
التطبيقات وخدمات التقنية	/	/	/	5,000.00	4,933.33	-1.33%	4,933.33	14,091.46	185.64%
الاتصالات	5.002.46	4.252.20	-15.00	5.405.70	6.473.13	19.75	6.473.13	6,898.71	6.57%
المرافق العامة	4.860.47	4.561.31	-6.15	3.369.30	4.399.70	30.58	4.399.70	4,609.28	4.76%
الصناديق العقارية المتداولة	5.000.00	4.632.68	-7.35	3.623.33	4.197.60	15.85	4.197.60	4,285.34	2.09%
ادارة وتطوير العقارات	5.016.11	4.697.18	-6.36	3.225.33	3.132.35	-2.88	3.132.35	3,019.63	-3.60%

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير السنوي الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات(2017،ص:14)، (2019،ص:14)،(2020،ص:14)

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

عملت -تداول- على تطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) اذ يلاحظ من خلال التصنيف الجديد للقطاعات داخل السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2016 الى 2020 ما يلي:

-يلاحظ استقرار مؤشر قطاع البنوك وهيمنته على بقية القطاعات المكونة للسوق المالي السعودي، نظرا لأهمية القطاع في الوساطة والقدرة على جذب المدخرين بمختلف انواعهم وقدراتهم المالية والذين لهم قابلية للاستثمار بمختلف انواعه، اذ باستثناء سنة 2020 التي تميزت بظروف استثنائية فرضها وباء كوفيد -19- اذ تراجع مؤشر القطاع بالنسبة لسنة 2019 بنسبة قدرت بـ 6,40-% مع مؤشر بلغ مستوى 7,588.80 نقطة لسنة 2020، بعد ان كان مستواه في 2019 بلغ 8,107.30 نقطة.

اما من عام 2016 الى غاية 2019 شهد المؤشر القطاعي للبنوك نسب تغيير ومستويات متصاعدة حيث بدأ بـ 5,084.71 نقطة عام 2016 ووصل الى مستوى 5,501.85 نقطة سنة 2017 بنسبة تغيير قدرت بـ 8,20-%، واستمر المؤشر في الزيادة الى ان وصل في سنة 2018 الى مستوى 7,213.57 نقطة وتبعه بـ 8,107.30 نقطة اي بنسبة تغيير قدرت بـ 12,39-%.

-كما يلاحظ ارتفاع مؤشر قطاع الاعلام والترفيه اذ وصل في عام 2016 الى مستوى 5,120.85 نقطة و في سنة 2017 الى 7,736.38 نقطة اي بنسبة تغير عالية للمؤشر القطاعي قدرت بـ 51,08-%، وواصل تصاعده في سنة 2018 حيث استقر عند تاريخ الاغلاق على مستوى 10,178.05 نقطة، مع تعثره في عام 2019 ووصل مستوى المؤشر القطاعي 9,401.74 نقطة بنسبة تغيير سلبية قدرت بـ 7,63-%، وواصل ارتفاعه في سنة 2020 نظرا لزيادة الطلب على تتبع مختلف وسائل الاعلام بمختلف انواعها وكذلك زيادة نشاط الترفيه والطلب عليه نظرا لما عاشه افراد المجتمع من الحجر الكلي او الجزئي لما له من اهمية للترفيه عليهم.

-كما يعتبر قطاع تجزئة الاغذية من اهم الانشطة الاقتصادية داخل المملكة نظرا لنصيب الفرد من الدخل الاجمالي، اذ اخذ مؤشر القطاع منحى تصاعدي من سنة 2016 الى سنة 2020 حيث وصل عند مستوى 5,053.01 نقطة عام 2016، و 5,610.27 نقطة في سنة 2017 اي بنسبة تغيير قدرت بـ 11,03-%، وعند مستوى 5,943.94 نقطة في عام 2018، و 6,616.03 نقطة في سنة 2019، اي بنسبة زيادة في التغيير قدرت بـ 11,31-%، وقفز الى مستوى 10,536.54 نقطة سنة 2020 بنسبة تغير كبيرة قدرت بـ 59,26-% نظرا للظروف الوبائية المذكورة سابقا والتي ادت بالأفراد الى زيادة الانفاق على السلع الاستهلاكية والتخزين.

-يوجد قطاع الاتصالات الذي شهد مؤشره القطاعي زيادات متتالية من عام 2016 الى سنة 2020 باستثناء عام 2017 اذ وصل مستواه الى 4,252.20 نقطة مقارنة بسنة 2016 اذ كان المؤشر يشير الى عتبة 5,002.46 نقطة اي في حدود نسبة تغيير سلبية مساوية الى 15,00-%، الا انه عاد الى الارتفاع في سنة 2018، ووصل مستوى المؤشر القطاعي عند حدود 5,405.70 نقطة ثم مستوى 6,473.13 نقطة عام 2019 اي نسبة زيادة ايجابية قدرت بـ 19,75-%، ثم تابع زيادته الى ان وصل في عام 2020 الى مستوى 6,898.71 نقطة مقارنة بعام 2019 اي بزيادة مقدرة بـ 6,57-%، ويلاحظ على ان قطاع الاتصالات يعد من اهم القطاعات التي تنمو بسرعة كبيرة، نظرا الى التوجه العالمي الى اعتبارها احد الوسائل الحديثة التي تسهل الاتصال وقضاء الحاجات وخاصة بعد جائحة كورونا وما افرزته من آثار سلبية على الوسائل التقليدية للقيام بمختلف النشاطات مهما كان نوعها، واعتبرت كوسيلة توجهت لها كل القطاعات واصبحت محورا اساسيا لكل نوع من النشاطات.

2-تطورات قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010 الى 2020:

سنطرق في المرحلة الاولى من التحليل الى التطورات الاجمالية السنوية لقيمة الأسهم المتداولة داخل السوق المالي السعودي، ثم التطورات السنوية الاجمالية لقيمة الأسهم المتداولة للقطاعات الرئيسية المكونة للسوق المالية.

2-1- التطورات الاجمالية لقيمة الأسهم المتداولة: يوضح الجدول ادناه قيم الاسهم المتداول في السوق المالية السعودية:

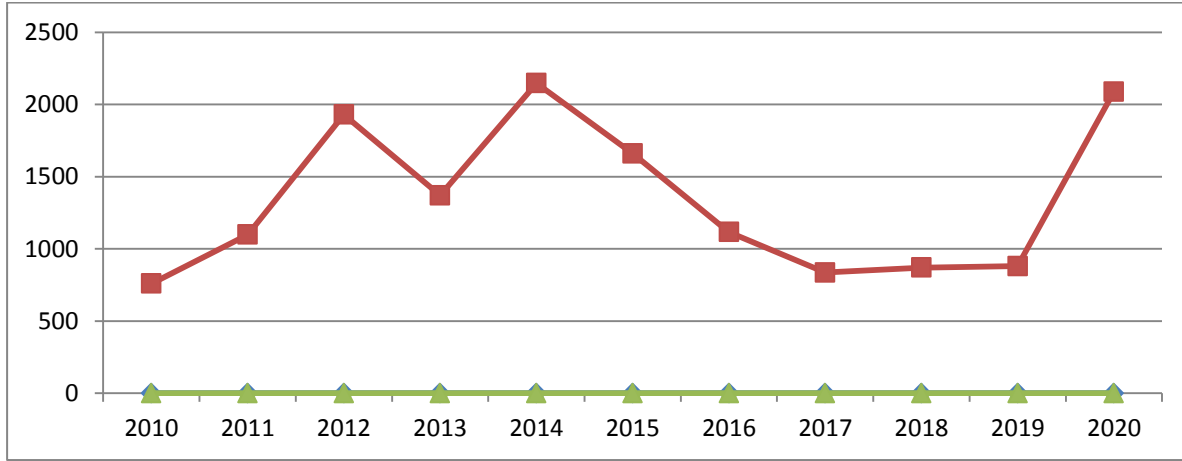
الجدول رقم (5-9): قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020

الوحدة: (مليون ريال)

السنة	قيمة الاسهم المتداولة (ريال)	% التغير
2010	759,184,484,995.00	-
2011	1,098,836,028,656.75	44,74 %
2012	1,929,318,274,741.75	75,58 %
2013	1,369,665,791,887.90	29,01 % -
2014	2,146,511,896,920.60	56,72 %
2015	1,660,622,053,130.00	22,64 % -
2016	1,156,987,084,201.30	30,33 % -
2017	836,275,133,812.28	27,72 % -
2018	870,869,683,508.02	4,14 %
2019	880,139,074,790.58	1,06 %
2020	2,087,799,574,493.41	137,21 %

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية لسنة (2020، ص:21)

الشكل رقم (5-6): تطور قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020



المصدر : الجدول اعلاه

التحليل:

يلاحظ من خلال الجدول اعلاه ان قيمة الاسهم المتداولة في السوق المالي السعودي ما بين ادنى قيمة شهدتها السوق وهي في عام 2010 قدرت بمبلغ اجمالي يساوي (759,18 مليار ريال) سعودي و اعلى قيمة مسجلة للأسهم المتداولة كانت في عام 2020 بقيمة تقدر بـ (2,087,80 مليار ريال سعودي اي 2 تريليون ريال و 87 مليار ريال و 80 مليون ريال). وتعد السوق المالية السعودية من اكبر الأسواق الخليجية والعربية والإسلامية من حيث قيمة الاسهم المتداولة، اذ بلغت قيمتها عام 2011 حوالي (1,098,83 مليار

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

ريال سعودي، مقارنة بسنة 2010 التي بلغت القيمة فيها حوالي (759,18 مليار ريال) سعودي بنسبة تغير ايجابي مقدر بـ 44,74%، وكانت هناك زيادة كبيرة عام 2012 حيث بلغت نسبتها الإيجابية حوالي 75,58% ووصلت قيمة الاسهم المتداولة الى حوالي (1,929,31 مليار ريال) سعودي، واستمرت الانخفاضات في القيمة السوقية للسنوات المتعاقبة بإستثناء عام 2014 الذي سجل مبلغ قيمة الاسهم المتداولة المقدرة بـ (2,146,51 مليار ريال) اي بزيادة إيجابية عن السنة الماضية قدرت بـ 56,72%، ثم عاد السوق الى تراجع قيمة الأسهم المتداولة ففي عام 2013، بمبلغ (1,369,66 مليار ريال) بنسبة انخفاض سلبي قدر بـ 29,01% مقارنة بسنة 2012، و في عام 2015 وصلت القيمة الى (1,660,62 مليار ريال) اي بنسبة انخفاض سلبي مساويا بـ 22,64%، ثم استمر في النقصان ففي سنة 2016 بلغت قيم الاسهم المتداولة حوالي (1,156,98 مليار ريال) اي بنسبة انخفاض قدرت بـ 30,33%، وحتى سنة 2017 سجلت نسبة انخفاض سلبي مقارنة بالسنة التي سبقتها قدرت بـ 27,72% مقابل قيمة الاسهم المتداولة المساوية لـ (836,27 مليار ريال سعودي)، غير ان عام 2018 شهد زيادة صغيرة نسبتها 4,14% بقيمة للأسهم المتداولة في السوق السعودي مقدرة بـ (870,86 مليار ريال)، وواصلت القيمة في ارتفاع طفيف جدا نسبته 1,06% مقابل قيمة 880,13 مليار ريال)، غير ان عام 2020 شكل استثناء في قفزة القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة بنسبة كبيرة قدرت بـ 137,21% مقابل قيمة الأسهم المتداولة مساوية لـ (2,087,80 مليار ريال سعودي)، وهذا ناتج عن الحزم المالية من الحكومة لدعم السوق المالية للخروج من ازمة الركود الاقتصادي الناتجة عن آثار الجائحة والانطلاق بالأسواق الى دورتها العادية .

2-2- التطورات القطاعية لقيمة الأسهم المتداولة:

توضح الجداول الثلاثة ادناه احصائيات قيم الاسهم المتداولة ونسب مساهمة كل قطاع بقيمته من القيمة الاجمالية السنوية لمجموع القطاعات الاقتصادية المدرجة شركاتها بالسوق المالية السعودية، خلال الجدول الاول الذي يغطي الفترة من 2010 الى 2013، والثاني من 2014 الى 2016 والثالث بعد اعتماد تطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) للأسواق المالية الممتد من عام 2017 الى 2020.

2-2-1- التطورات القطاعية لقيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة من 2010 الى 2016: ومن خلال الجدول الاول رقم (

والثاني رقم ()، نلاحظ هيمنة نسبة مساهمة قيم الأسهم المتداولة من المجموع السنوي الكلي في السوق المالية لثلاث قطاعات يتصدرها قطاع الصناعات البتروكيماوية ثم يليها قطاع المصارف والخدمات المالية ويأتي في المرتبة الثالثة قطاع التأمين.

- فنلاحظ ان قطاع الصناعات البتروكيماوية بلغت قيمة الأسهم المتداولة في عام 2010 ما مقداره (287,30 مليار ريال) اي مساهما بنسبة 37,84% من المجموع الكلي للقطاعات السنوي، واستمر في الهيمنة على السوق المالي في عام 2011 بما قيمته (329,39 مليار ريال) اي بنسبة 29,98% من الاجمالي، غير انه في عام 2012 تصدر قطاع التأمين بما مقداره من الأسهم المتداولة (451,04 مليار ريال) اي ما نسبته من الاجمالي 23,38%، اما قطاع الصناعات البتروكيماوية في هذه السنة لم تتجاوز نسبته من القيمة الاجمالية الـ 16,13%، مقابل قيمة الاسهم المتداولة لقطاعه القيمة (311,18 مليار ريال)، اما في سنة 2013 عاد هذا الأخير الى الصدارة بنسبة مساهمة من الاجمالي السنوي لمجموع القطاعات ما مقداره الـ 14,34% بقيمة قطاعية بلغت (196,35 مليار ريال)، واستمر القطاع في السنوات الباقية من تصدره ففي 2014 بلغت نسبة المساهمة 15,50% مقابل قيمة بلغت حوالي (332,61 مليار ريال)، وكذلك سنة 2015 بسبب الى المجموع السنوي قدرت بـ 16,28% مقابل قيمة قطاعية للأسهم المتداولة قاربت مبلغ (270,39 مليار ريال)، والسنة الباقية 2016 قدرت نسبة مساهمة قطاع الصناعات البتروكيماوية الى الاجمالي السنوي بـ 18,48% مقابل قيمة قطاعية سنوية قدرت بـ (213,839 مليار ريال).

- كما يعد قطاع المصارف والخدمات المالية من اهم القطاعات المكونة للسوق المالية السعودية وقد كان في سنة 2010 مشكلا ما نسبته 13,01% لقيمة اسهم متداولة في السوق مقدرة بـ (98,73 مليار ريال)، غير انه قطاع المصارف والخدمات المالية انخفاض ملحوظ اذ بلغت النسبة في عام 2011 ما مقداره 6,69% لقيمة الاسهم المتداولة المقدرة عند نهاية السنة بـ (75,55 مليار ريال)،

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

وارتفعت النسبة قليلا في عام 2012 حيث بلغت ما مقداره 8,45% من المجموع الاجمالي السنوي لكل القطاعات بقيمة مالية للأسهم المتداولة في السوق مساوية لـ (163,04 مليار ريال سعودي)، وبقيت نسب مساهمة القطاع في الاجمالي في حالة زيادة اذ بلغت في سنة 2013 ما مقداره 9,69% مقابل قيمة للأسهم المتداولة وصلت الى حدود 132,75 مليار ريال)، واستمرت الزيادات في النسب المساهم بها قطاع المصارف والخدمات المالية على التوالي بـ 13,03% ، 17,79% ، 18,96% للسنوات 2014، 2015، 2016، وقيم مالية للسنوات المتتالية (279,70 مليار ريال) و (295,37 مليار ريال)، (219,35 مليار ريال). ويلاحظ على ان هذا القطاع اخذ تماسكه بعد تطوير العديد من الخدمات المالية سواء في المصارف او قطاعات مالية اخرى، ودخول النظام المالي بالمملكة بعدة اصلاحات عميقة وتبنيه للعديد من التطبيقات والتصنيفات العالمية ، مما اعطى للقطاع تقدم في رتب التصنيف وقبول عضوية المملكة في العديد من المنظمات المالية الدولية ، مما اعطاه ثقة المستثمرين المحليين او الخليجيين او العرب والاجانب.

- كما يعد قطاع التأمين من اهم الأنشطة المالية والاقتصادية لما له من اهمية في زيادة ثقة المستثمرين في الرفع من نشاطاتهم الانتاجية والخدمية والحفاظ على ممتلكاتهم من مختلف الاصول، اذ بلغت نسبة مساهمة قطاع التأمين سنة 2010 ما مقداره 11,90% من المجموع الاجمالي السنوي لقيم الأسهم المتداولة في السوق المالية والمقدرة بـ (90,34 مليار ريال)، واستمر هذا القطاع في زيادة مساهمته في سنتي 2011 بنسبة 17,97% مقابل قيمة الأسهم المتداولة في القطاع بـ (197,46 مليار ريال)، كما شكلت سنة 2012 نسبة مساهمة عالية قدرت بـ 23,38% مقابل مبلغ يساوي (451,04 مليار ريال) ان الا ان سنة 2013 شكلت نقصا في نسبة مساهمة القطاع في المجموع السنوي لقيم الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي حيث انخفضت الى ما مقداره 9,48% مقابل قيمة مالية للأسهم المتداولة مساوية لـ (266,83 مليار ريال)، اما السنوات الثلاثة الباقية فتراوحت نسبها وقيمها للسنوات 2014 بنسبة 14,86% مقابل قيمة (319,07 مليار ريال)، وفي عام 2015 قدرت نسبة مساهمة القطاع بعد وقوع انخفاض صغير بـ 12,68% مقابل قيمة (210,55 مليار ريال)، وسجلت سنة 2016 ما نسبته في مساهمة القطاع 13,76% مقابل قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالي (159,19 مليار ريال).

- اما قطاع التطوير العقاري كانت نيب مساهمته الى المجموع السنوي لقيم الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي ولم تتجاوز في افضل حالاتها عند نسبة 11,30% مقابل قيمة الأسهم المتداولة المقدرة بـ (187,63 مليار ريال)، اما عن ادنى نسبة سجله القطاع كانت في سنتي 2010، و 2011 على التوالي بنسب 4,23%، و 4,28% مقابل قيم الاسهم المتداولة (32,11 مليار ريال) و (47,06 مليار ريال).

الجدول رقم (5-10): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات- قيمة الاسهم المتداولة -2010-2011-2012-2013

العدد	القطاعات/ السنوات	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
01	المصارف والخدمات المالية	98.732.062.591.60	%13.01	75.554.313.181.80	%6.69	163.040.067.029.10	%8.45	132.758.018.74	%9.69
02	الصناعات البتروكيماوية	287.300.619.217.55	%37.84	329.392.398.600.75	%29.98	311.181.387.179.10	%16.13	196.355.844.692.05	%14.34
03	الإسمنت	14.908.994.035.85	%1.96	33.060.710.409.50	%3.01	70.160.273.313.20	%3.64	85.882.253.944.20	%6.27
04	التجزئة	17.796.377.933.35	%2.34	29.257.990.182.25	%2.66	48.702.466.592.75	%2.52	98.379.057.541.30	%7.18
05	الطاقة والمرافق الخدمية	13.850.149.141.75	%1.82	13.373.928.009.55	%1.22	18.210.370.059.80	%0.94	9.607.583.895.40	%0.70
06	الزراعة والصناعات الغذائية	41.186.016.861.75	%5.43	108.339.400.089.10	%9.86	122.738.493.028.70	%6.36	93.286.583.482.10	%6.81
07	الاتصالات وتقنية المعلومات	35.168.889.983.10	%4.63	54.578.225.249.95	%4.97	194.686.018.086.05	%10.09	90.017.089.898.65	%6.57
08	التأمين	90.345.447.760.05	%11.90	197.466.709.935.15	%17.97	451.043.616.185.60	%23.38	266.838.366.919.45	%9.48
09	شركات الاستثمار المتعدد	27.649.345.355.55	%3.64	54.166.397.137.45	%4.93	86.825.679.870.75	%4.50	33.736.844.613.30	%2.46
10	الاستثمار الصناعي	51.357.161.358.25	%6.76	64.966.335.063.65	%5.91	82.986.920.151.45	%4.30	79.878.738.582.65	%5.83
11	التشييد والبناء	34.942.313.705.75	%4.60	55.044.907.877.95	%5.01	90.315.807.831.05	%4.68	54.670.531.740.65	%3.99
12	التطوير العقاري	32.110.641.980.90	%4.23	47.060.181.3473.65	%4.28	211.562.393.512.35	%10.97	147.941.052.585.65	%10.30
13	النقل	8.401.829.117.70	%1.11	19.433.454.285.40	%1.77	45.582.616.666.25	%2.36	33.555.031.057.60	%2.45
14	الإعلام والنشر	1.988.869.646.05	%0.26	9.709.127.508.00	%0.88	13.439.342.439.95	%0.70	13.386.648.704.20	%0.98
15	الفنادق والسياحة	3.445.766.305.80	%0.45	9.431.949.778.60	%0.86	18.842.822.795.65	%0.98	33.371.986.181.95	%2.44
/	الاجمالي	759.184.484.995.00	%100	1.098.836.028.656.75	%100	1.929.318.274.741.75	%100	1.369.665.791.887.89	%100

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ،

للسنوات (2010، ص:10)، (2011، ص:34)، (2012، ص:28)، (2013، ص:35/24)، (2014، ص:10)

الجدول رقم (5-11): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - قيمة الاسهم المتداولة -2014-2015-2016

العدد	السنوات/القطاعات	2014	%	2015	%	2016	%
01	المصارف والخدمات المالية	279.706.556.101.40	%13.03	295.376.269.440.37	%17.79	219.354.500.164.06	%18.96
02	الصناعات البتروكيماوية	332.611.730.289.75	%15.50	270.394.184.802.90	%16.28	213.839.138.474.50	%18.48
03	الإسمنت	78.935.907.581.05	%3.68	47.017.557.356.25	%2.83	32.973.583.587.45	%2.85
04	التجزئة	129.827.694.225.15	%6.05	76.451.861.512.25	%4.60	64.244.338.040.30	%5.55
05	الطاقة والمرافق الخدمية	16.336.632.611.05	%0.76	14.026.145.734.05	%0.84	11.564.927.319.30	%1.00
06	الزراعة والصناعات الغذائية	171.529.017.345.75	%7.99	82.254.918.174.55	%4.95	66.640.212.801.95	%5.76
07	الاتصالات وتقنية المعلومات	148.431.295.894.70	%6.91	87.532.919.796.90	%5.27	31.761.311.705.65	%2.75
08	التأمين	319.073.450.280.20	%14.86	210.552.740.035.35	%12.68	159.194.914.414.85	%13.76
09	شركات الاستثمار المتعدد	63.044.668.272.65	%2.94	33.613.812.614.95	%2.02	16.304.542.307.00	%1.41
10	الاستثمار الصناعي	162.773.077.366.05	%7.58	142.651.057.451.55	%8.59	67.199.617.919.95	%5.81
11	التشييد والبناء	131.561.102.946.55	%6.13	85.051.013.127.20	%5.12	51.114.737.747.50	%4.42
12	التطوير العقاري	198.436.591.876.95	%9.24	187.633.816.305.25	%11.30	109.037.875.387.50	%9.42
13	النقل	48.277.410.830.55	%2.25	72.282.882.388.05	%4.35	42.789.400.448.40	%3.70
14	الاعلام والنشر	18.669.392.714.10	%0.87	25.538.152.605.85	%1.54	34.925.846.499.00	%3.02
15	الفنادق والسياحة	47.297.368.584.70	%2.20	30.244.721.784.45	%1.82	35.596.216.405.25	%3.08
16	الصناديق العقارية المتداولة	/	/	/	/	445.920.978.65	%0.04
/	الاجمالي	2.146.511.896.920.60	%100	1.660.622.053.130.02	%100	1.156.987.084.201.31	%100

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات(214،ص:10)،(215،ص:7)،(2016،ص:9)

2-2-2- التطورات القطاعية لقيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة من 2017 إلى 2020: بعد اعتماد شركة تداول السعودية- لتطبيق المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) للأسواق المالية الممتد من عام 2017 إلى 2020، نلاحظ من خلال الجدول رقم () ما يلي:

يوجد أربعة قطاعات لها نسب لقيم الأسهم المتداولة للقطاع الواحد من المجموع السنوي لقيم جميع الأسهم المتداولة في السوق السعودي معتبرة ومذبذبة بين صعود ونزول وهي: قطاع الطاقة، وقطاع المواد الأساسية، التأمين، إدارة وتطوير العقارات.

- حيث سجل قطاع الطاقة في سنة 2017 نسبة ضعيفة لم تتعدى الـ 2,28% من المجموع السنوي للأسهم المتداولة، أي ما يعادل (19,041 مليار ريال سعودي)، وبقيت النسبة ضعيفة حتى في عام 2018 إذ لم تتعدى 3,10% أي ما قيمته القطاعية (27,037 مليار ريال)، ويعود هذا الضعف إلى ركود الاقتصاد العالمي بعد الصدمة البترولية لسنة 2014 وآثارها المترتبة على هذا القطاع، كما شهدت سنة 2019 بداية تعافى الاقتصاد العالمي وزيادة معدلات نموه مما تبعه زيادة نسبة مساهمة القطاع وحتى قطاعات أخرى على السوق المالي السعودي، إذ وصلت نسبة هذا العام إلى 7,17% بما يقابل قيمة للأسهم المتداولة تساوي (63,08 مليار ريال)، غير أن هذه الزيادة لم تستمر في العام الموالي 2020 إذ لم تتعدى 6,62% من الإجمالي السنوي لقيمة الأسهم المتداولة، مقابل (138,21 مليار ريال) وما شهدته هذا العام من حالة وبائية مرت بها اقتصادات كل الدول.

- كما يلاحظ على قوة قطاع المواد الأساسية (المواد الكيماوية، مواد البناء، الحاويات والتغليف، المعادن والتعدين، المنتجات الورقية والخشبية)، وهيمنتته مع قطاع البنوك على مكونات القيمة الإجمالية السنوية للسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال سنوات الدراسة والتحليل، إذ شكل قطاع المواد الأساسية خلال سنة 2017 ما نسبته من الإجمالي من القيمة المتداولة للأسهم ما مقداره 23,04% مقابل قيمة قاربت عند إغلاق السوق في نهاية السنة (192,66 مليار ريال)، وارتفعت هذه النسبة في عام 2018 إلى 31,40% بقيمة سنوية قطاعية ساوت الـ (273,48 مليار ريال)، أما خلال عام 2020 تراجعت النسبة القطاعية إلى الإجمالي لـ 23,32% بقيمة قدرت بـ (612,16 مليار ريال).

- أما القطاع الثالث الذي شهد نسب عالية من المساهمة القطاعية للبنوك (البنوك المتنوعة، البنوك المحلية) من إجمالي قيم الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية، إذ ساهم في عام 2017 بنسبة قطاعية قدرت بـ 23,30%، وبقيمة قطاعية لأسهم قطاع البنوك وصلت إلى 194,86 مليار ريال، وارتفعت النسبة القطاعية إلى 25,45%، مقابل قيمة الأسهم المتداولة للقطاع البنكي وصلت إلى (221,66 مليار ريال)، وواصلت مساهمة القطاع البنكي في الارتفاع في عام 2019 حيث قدرت نسبة المساهمة القطاعية إلى الإجمالي السنوي لكل القطاعات إلى 31,82% بمبلغ قطاعي للأسهم المتداولة قدر بـ (280,046 مليار ريال)، أما سنة 2020 فتعتبر سنة التراجع الكبير للقطاع البنكي نظرًا لآثار جائحة الوباء على كل اقتصادات العالم ومن بينهم المملكة، إذ قدرت نسبة مساهمة القطاع بـ

11,87% مقابل قيمة قطاعية لم تتعدى الـ (247,75 مليار ريال).

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

الجدول رقم (5-12) إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات - قيمة الاسهم المتداولة -2017-2018-2019-2020

العدد	السنوات/القطاعات	2017	%/الاجمالي	2018	%/الاجمالي	2019	%/الاجمالي	2020	%/الاجمالي
01	الطاقة	19.041.112.480.84	%2.28	27.037.071.516.64	%3.10	63.089.636.816.70	%7.17	138,212,113,360.84	%6.62
02	المواد الاساسية	192.661.299.664.20	%23.04	273.484.196.263.04	%31.40	214.341.918.655.32	%24.35	612,165,867,032.39	%23.32
03	السلع الرأسمالية	25.819.949.029.29	%3.09	26.261.920.067.39	%3.02	25.160.411.035.26	%2.86	98,933,067,078.03	%4.74
04	الخدمات التجارية والمهنية	9.058.258.206.29	%1.08	6.545.310.644.20	%0.75	7.274.153.291.68	%0.83	24,517,259,910.57	%1.17
05	النقل	16.483.164.418.88	%1.97	10.504.728.222.06	%1.21	13.049.450.026.78	%1.48	35,834,770,624.49	%1.72
06	السلع طويلة الأجل	9.981.949.295.13	%1.19	6.634.196.917.35	%0.76	6.812.171.014.58	%0.77	44,515,070,620.26	%2.13
07	الخدمات الاستهلاكية	25.662.125.562.75	%3.07	16.835.259.010.03	%1.93	19.062.676.286.35	%2.17	99,118,486,070.42	%4.75
08	الاعلام والترفيه	14.052.555.084.75	%1.68	10.606.968.884.50	%1.22	6.414.128.974.75	%0.73	31,181,524,895.35	%1.49
09	تجزئة السلع الكمالية	15.788.817.112.46	%1.89	16.645.527.701.40	%1.91	22.669.988.145.32	%2.58	66,504,875,975.33	%3.19
10	تجزئة الأغذية	9.001.097.539.54	%1.08	7.135.750.516.00	%0.82	5.983.991.030.17	%0.68	34,656,572,534.83	%1.66
11	انتاج الأغذية	36.846.970.717.28	%4.41	26.022.357.518.55	%2.99	30.394.244.822.56	%3.45	150,950,948,966.25	%7.23
12	الرعاية الصحية	11.784.890.366.75	%1.41	13.920.424.326.81	%1.60	13.060.741.434.03	%1.48	44,849,655,147.58	%2.15
13	الأدوية	1.272.565.349.80	%0.15	955.576.676.75	%0.11	783.703.077.61	%0.09	5,704,170,954.36	%0.27
14	البنوك	194.864.829.094.93	%23.30	221.665.662.459.65	%25.45	280.046.510.856.96	%31.82	247,750,815,067.75	%11.87
15	الاستثمار والتمويل	7.281.298.490.24	%0.87	4.442.784.769.37	%0.51	4.257.428.655.90	%0.48	23,420,266,515.05	%1.12
6	التأمين	99.034.951.698.30	%11.84	62.862.387.740.40	%7.22	48.844.500.580.35	%5.55	185,040,055,250.70	%8.86
17	التطبيقات وخدمات التقنية	/	/	/	/	2.493.599.712.40	%0.28	24,151,543,265.45	%1.16
18	الاتصالات	19.146.928.615.51	%2.29	26.117.995.806.70	%3.00	50.373.077.545.39	%5.72	62,573,830,012.30	%3.00
19	المرافق العامة	11.428.079.853.96	%1.37	7.144.493.361.45	%0.82	9.995.617.599.87	%1.14	20,598,418,816.89	%0.99
20	الصناديق العقارية المتداولة	27.901.550.093.71	%3.34	7.126.067.205.94	%0.82	8.488.117.463.96	%0.96	19,782,754,045.12	%0.95
21	إدارة وتطوير العقارات	89.162.741.137.68	%10.66	98.921.003.899.80	%11.36	47.542.807.764.71	%5.40	117,337,508,347.45	%5.62
/	الاجمالي	836.275.133.812.29	%100	870.869.683.508.03	%100	880.139.074.790.65	%100	2,087,799,574,493.41	%100

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات (217، ص:10)، (2018، ص:09)، (2019، ص:09)، (2020، ص:12)

3-تطورات عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010 الى 2020:

عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية يوضح مدى حركية ونشاط السوق المالية في عملية البيع والشراء، كما يعبر على مدى سيولة السوق المالية، وسنتناول بالتحليل والدراسة في المرحلة الأولى التطورات الإجمالية لعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من عام 2010 الى 2020.

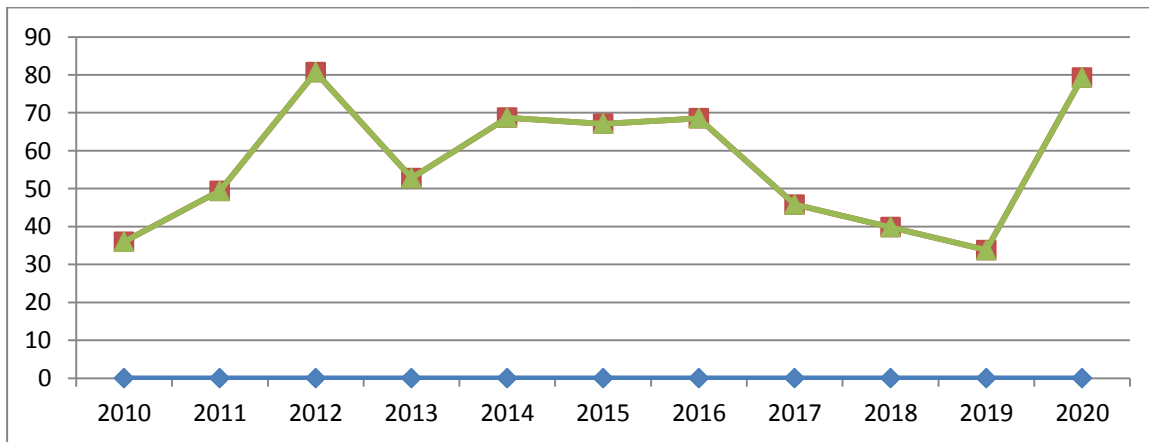
3-1- التطورات الإجمالية لعدد الأسهم المتداولة: يوضح الجدول أدناه قيم الأسهم المتداول في السوق المالية السعودية:

الجدول رقم (5-13): تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020

السنة	عدد الأسهم المتداولة	التغير %
2010	36,011,325,369	-
2011	49,443,484,117	37,30 %
2012	80,723,102,176	63,26 %
2013	52,818,740,520	34,57 %
2014	68,710,142,423	30,09 %
2015	67,112,856,168	2,32 %
2016	68,527,301,585	2,11 %
2017	45,797,143,324	33,17 %
2018	39,845,465,730	13,00 %
2019	33,800,838,226	15,17 %
2020	79,323,735,062	134,68 %

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية لسنة (2020، ص:21)

الشكل رقم (5-7): تطور عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020



المصدر: من اعداد الباحث بناءً على الجدول أعلاه

نلاحظ من خلا الشكل اعلاه ان عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة من سنة 2010 الى 2020 ما يلي:

- سجلت سنة 2012 أكبر عدد من أسهم الشركات المتداولة حيث قدر عددها بـ(80,72 مليار سهم) مقابل (49,44 مليار سهم) في عام 2011 مسجلة نسبة زيادة قدرت بـ 63,26% ، وقدر عدد الأسهم المتداولة في سنة 2013 بـ(52,81 مليار سهم) مسجلاً انخفاضاً قُدِّرَ بـ 34,57%- مقارنة بالسنة السابقة ويعد أكبر انخفاض في عدد الأسهم شهدته فترة الدراسة. كما حققت سنة 2014 ارتفاعاً قدر بنسبة 30,09% ، مقابل (68,71 مليار سهم) متداول داخل السوق المالي السعودي مقارنة بعام 2013، وشهدت سنة 2015 انخفاضاً في عدد الأسهم المتداولة قدرت نسبته بـ 2,32%- مقارنة بالسنة السابقة بعدد إجمالي للأسهم المتداول وصل إلى (67,11 مليار سهم)، وحققت سنة 2016 نسبة نمو في عدد الأسهم المتداولة قدرت بـ 2,11% مقابل (68,52 مليار سهم)، كما حدث انخفاض كبير لعدد الأسهم المتداولة في عام 2017 قدر بـ 33,17%- مقابل (45,79 مليار سهم) متداول في السوق المالي السعودي مقارنة بالسنة الماضية، واستمر عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي في الانخفاض المتتالي عند سنتي 2018 بنسبة 13,00%-، و 2019 بنسبة 15,17%- ، مقابل (39,84 مليار سهم) و (33,80 سهم) على التوالي، وشهدت سنة 2020 أكبر نسبة زيادة على الإطلاق خلال فترة الدراسة قدرت بـ 134,68% مقابل (79,32 مليار سهم) متداول مقارنة بسنة 2019.

يلاحظ على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي التذبذب من حيث العدد معبراً عنها بنسب مقارنة من سنة إلى أخرى موالية صعوداً ونزولاً، ويعود هذا إلى حساسية وطبيعة حركية الأسواق المالية وخضوعها إلى الوضع الاقتصادي الداخلي ومدى نشاطه ، وكذلك التقلبات الحاصلة في الاقتصاد العالمي من فترات ركود وأخرى انتعاش.

3-2- التطورات القطاعية لعدد الأسهم المتداولة: من خلال الجدولين أدناه والمتعلقة بعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2016 أي قبل دخول السوق المالي السعودي للتصنيف العالمي للقطاعات الاقتصادية في الأسواق المالية سنة 2017، وكذلك الجدول الثالث للفترة من سنة 2017 إلى نهاية 2020، نلاحظ جملة من التطورات والتركز في بعض القطاعات الرئيسية في السوق المالي السعودي نوجزها بالسرد التحليلي الآتي:

3-2-1- التطورات القطاعية لعدد الأسهم المتداولة خلال الفترة من 2010 إلى 2016: يلاحظ من خلال الجدول رقم () والجدول رقم () للفترة الممتدة من 2010 إلى 2016 والمتعلقة بعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي للقطاعات المكونة للاقتصاد السعودي، هيمنة بعض القطاعات من حيث عدد الأسهم على السوق ومنها: قطاع المصارف والخدمات المالية، والصناعات البتروكيمياوية والتأمين والتطوير العقاري، وينسب صغيرة متذبذبة في الصعود والنزول كقطاعي الاتصالات وتقنية المعلومات (رغم أهمية القطاع)، أما بقية القطاعات فكانت مساهمتها من الإجمالي للأسهم المتداولة ضعيفة ومتذبذبة على الرغم من حيوية أنشطة بعض القطاعات كالإسمنت والنقل.

- ففي عام 2010 كانت مساهمة قطاع المصارف والخدمات المالية من حيث عدد الأسهم المتداولة في القطاع نسبة إلى الإجمالي المتداول في السوق لم تتعدى الـ 17,79% مقابل (5,87 مليار سهم)، وانخفضت هذه النسبة في 2011 ولم تتجاوز 9,70% مقابل تعداد قطاعي يقدر بـ (4,70 مليار سهم)، إلا أنه في العام الموالي 2012 قفزت النسبة إلى 11,51% مقابل تعداد (9,49 مليار سهم)، وفي 2013 رغم صعود نسبة مساهمة عدد أسهم القطاع من إجمالي تعداد الأسهم المتداولة في السوق والمقدرة بـ 12,25% ، مقابل (6,43 مليار سهم) متداول، وفي عام 2014 ارتفع العدد القطاعي نسبة إلى الإجمالي ما تعاداه (10,02 مليار سهم) مقابل نسبة قطاعية من الإجمالي مساوية إلى 14,16% ، وواصل عدد الأسهم القطاعية في الزيادة لسنة 2015 إذ وصل إلى تعداد قطاعي (12,46 مليار سهم) مقابل نسبة 18,89% من إجمالي الأسهم المتداولة في السوق، وكانت آخر سنة من فترة الدراسة الأولى قد سجلت تعداد قطاعي للأسهم المتداولة قدر بـ (14,18 مليار سهم) مقابل نسبة قطاعية من العدد الإجمالي للأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي قدرت بـ 20,95%.

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

-اما القطاع الثاني من حيث الأهمية خلال فترة الدراسة (2010 الى 2016) فيتمثل في قطاع الصناعات البتروكيمياوية وما شهدته من نسب متقلبة بين صعود ونزول، حيث بلغ عدد الأسهم القطاعية المتداولة في سنة 2010 ما قيمته (9,50 مليار سهم) مقابل نسبة مساهمة قطاعية الى اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي مقدرة بـ 28,80% ، وهي اعلى نسبة مساهمة لقطاع شهدته هذا العام بالنسبة الى بقية القطاعات.

اما في عام 2011 وبالرغم من زيادة تعداد أسهم قطاع الصناعات البتروكيمياوية والبالغ (9,54 مليار سهم) الا ان النسبة القطاعية لم تتعدى 19,67% ، واستمرت نسبة مساهمة القطاع في التعداد الاجمالي للسنتين المتتاليتين 2012، 2013 والمقدرة بـ 13,34% ، 11,46% ، مقابل زيادة في عدد اسهم القطاع في 2012 والبالغ (11,00 مليار سهم)، وعودة العدد الى الانخفاض من جديد في عام 2013 والمقدر بـ (6,01 مليار سهم) ، الا انه عاد الى الارتفاع من جديد في السنة الموالية في 2014 اذ بلغ عدد سهم قطاع الصناعات البتروكيمياوية ما مقداره (10,86 مليار سهم) بنسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي لكل القطاعات بلغت 15,35% ، وعاد العدد مرة اخرى في سنة 2015 الى الانخفاض اذ لم يتجاوز (9,14 مليار سهم)، مقابل نسبة مساهمة قطاعية قدرت بـ 13,85% ، الا انه في آخر سنة من فترة الدراسة الاولى ارتفع العدد قليلا الى ما قيمته (10,22 مليار سهم) بنسبة قطاعية مقدرة بـ 15,10% .

-اما القطاع الثالث من حيث المساهمة القطاعية في اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي فنجد قطاع خدمات التأمين اذ لم يتعدى العدد (3,10 مليار سهم) مقابل نسبة 9,42% في عام 2010، وحدثت زيادة في عام 2011 اذ قدر عدد الأسهم القطاعية (7,18 مليار سهم) مقابل نسبة مساهمة الى الاجمالي قدرت بـ 14,81%، وازداد عدد اسهم القطاع المتداولة في العام الموالي 2012 اذ بلغ اسهم القطاع ما يقارب (11,59 مليار سهم)، بنسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي قدرت بـ 14,05%، الا انه انخفض في سنة 2013 الاجمالي لعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي الى (52,50 مليار سهم) ما ترتب عليه انخفاض كبير في عدد اسهم كل القطاعات ومن بينهم قطاع التأمين اذ لم يتعدى العدد (6,39 مليار سهم) مقابل نسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي لم تتعدى 12,18%، كما حدثت زيادة في عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي عام 2014 ووصلت الى (8,64 مليار سهم) مقابل نسبة مساهمة قطاعية الى اجمالي القطاعات المكونة للإقتصاد بـ 12,21% ، وفي السنة الموالية 2015 انخفض العدد الى (7,72 مليار سهم) متداول في السوق بنسبة مساهمة قطاعية وصلت الى 11,71% ، الا انه في سنة 2016 ارتفع عدد الاسهم القطاعية المتداولة الى (9,55 مليار سهم) مقارنة بالسنة السابقة، بنسبة مساهمة لقطاع التأمين في الاجمالي الكلي للأسهم المتداولة في السوق.

- كما نجد قطاع التطوير العقاري يعد من القطاعات المساهمة بنسب مهمة من اجمالي الأسهم المتداولة في السوق المالي حيث بدأ بنسب ضعيفة ثم اخذت النسب في اجمالها المنحى التصاعدي اذ بلغ عدد الأسهم القطاعية المتداولة في السوق عام 2010 ما يقارب (2,73 مليار سهم)، مقابل نسبة مساهمة قطاعية تقدر بـ 8,29% ، وارتفع العدد الى (5,29 مليار سهم) في سنة 2011 ، بنسبة قطاعية الى اجمالي الأسهم المتداولة في السوق بلغت ما مقداره 10,91%، واستقر منحى زيادة نسبة أسهم قطاع التطوير العقاري الى الاجمالي في السنتين الموالتين 2012، 2013 ، حيث بلغت كل منها على التوالي 21,28%، و 21,05%، بأعداد متفاوتة للأسهم القطاع حيث بلغ العدد في الاولى (17,56 مليار سهم)، والثانية (11,05 مليار سهم)، الا ان سنة 2014 تعد سنة انخفاض نسبة مساهمة اسهم القطاع للإجمالي المتداول في السوق المالي الى 15,96%، بعدد اسهم ساوى الـ (11,30 مليار سهم)، الا ان عام 2015 تعتبر مساهمة القطاعية مرتفعة نسبيا على السنة السابقة حيث وصلت النسبة الى 20,93% مقابل عدد اسهم للقطاع وصلت الى (13,81 مليار سهم)، اما سنة 2016 شهدت انخفاضا محسوسا في عدد أسهم قطاع التطوير العقاري اذ بلغت الـ (12,24 مليار سهم) بنسبة مساهمة قطاعية الى اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق قدرت بـ 18,07%.

جدول رقم (5-14): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات-عدد الأسهم المتداولة-للسنوات-2010-2011-2012-2013-

العدد	السنوات/القطاعات	2010	%	211	%	2012	%	2013	%
01	المصارف والخدمات المالية	5.873.450.762	%17.79	4.708.032.407	%9.70	9.499.914.343	%11.51	6.433.494.997	%12.25
02	الصناعات البتروكيماوية	9.505.093.130	%28.80	9.547.717.545	%19.67	11.008.809.002	%13.34	6.017.852.661	%11.46
03	الإسمنت	632.337.205	%1.92	1.632.919.595	%3.36	2.885.030.697	%3.50	3.195.023.017	%6.09
04	التجزئة	574.157.240	%1.74	1.172.338.444	%2.42	1.728.094.685	%2.09	2.032.184.533	%3.87
05	الطاقة والمرافق الخدمية	1.041.473.423	%3.16	945.864.348	%1.95	1.236.382.445	%1.50	663.980.062	%1.26
06	الزراعة والصناعات الغذائية	1.240.598.008	%3.76	3.983.451.185	%8.21	3.676.724.830	%4.45	2.785.443.829	%5.31
07	الاتصالات وتقنية المعلومات	1.952.622.860	%5.92	3.918.742.318	%8.07	9.766.278.092	%11.83	5.874.188.372	%11.19
08	التأمين	3.108.954.730	%9.42	7.189.837.711	%14.81	11.594.916.035	%14.05	6.395.682.186	%12.18
09	شركات الاستثمار المتعدد	2.114.237.674	%6.41	3.180.725.875	%6.55	4.298.738.867	%5.21	1.717.246.022	%3.27
10	الاستثمار الصناعي	2.042.194.735	%6.19	2.179.777.523	%4.49	2.158.811.401	%2.62	2.005.153.228	%3.82
11	التشييد والبناء	1.411.899.867	%4.28	2.599.417.549	%5.36	4.027.152.015	%4.88	2.252.829.799	%4.29
12	التطوير العقاري	2.737.314.858	%8.29	5.296.595.199	%10.91	17.566.177.459	%21.28	11.053.991.087	%21.05
13	النقل	555.628.070	%1.68	1.438.322.867	%2.96	2.344.734.691	%2.84	1.252.719.118	%2.39
14	الإعلام والنشر	93.732.537	%0.28	364.658.126	%0.75	303.581.896	%0.37	285.520.275	%0.54
15	الفنادق والسياحة	123.229.696	%0.37	377.421.516	%0.78	449.632.328	%0.54	536.636.585	%1.02
/	الإجمالي	33.006.924.795	%100	48.535.822.208	%100	82.544.978.786	%100	52.501.045.771	%100

المصدر: من إعداد الباحث بناء على: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية

للسنوات (2010، ص: 10)، (2011، ص: 34)، (2012، ص: 28)، (2013، ص: 24/35)، (2014، ص: 10)

الجدول رقم (5-15): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات-عدد الأسهم المتداولة-للسنوات-2014-2015-2016

العدد	السنوات/القطاعات	2014	%	2015	%	2016	%
01	المصارف والخدمات المالية	10.028.857.168	%14.16	12.469.793.594	%18.89	14.186.764.837	%20.95
02	الصناعات البتروكيماوية	10.866.373.209	%15.35	9.143.000.318	%13.85	10228.753.426	%15.10
03	الإسمنت	2.379.480.667	%3.36	1.753.432.016	%2.66	1.781.622.240	%2.63
04	التجزئة	2.035.020.491	%2.87	1.421.296.540	%2.15	1.917.690.960	%2.83
05	الطاقة والمرافق الخدمية	980.297.479	%1.38	768.661.092	%1.16	606.629.232	%0.90
06	الزراعة والصناعات الغذائية	3.880.567.512	%5.48	2.525.395.822	%3.83	2.997.187.515	%4.43
07	الاتصالات وتقنية المعلومات	8.075.815.483	%11.41	4.458.684.046	%6.76	2.600.398.632	%3.84
08	التأمين	8.645.806.714	%12.21	7.729.823.222	%11.71	9.559.735.756	%14.11
09	شركات الاستثمار المتعدد	2.364.293.242	%3.34	1.672.780.945	%2.53	1.042.002.246	%1.54
10	الاستثمار الصناعي	3.892.702.421	%5.50	3.767.898.032	%5.71	3.291.442.557	%4.86
11	التشييد والبناء	4.072.088.375	%5.75	3.443.119.255	%5.22	3.499.077.743	%5.17
12	التطوير العقاري	11.300.335.778	%15.96	13.811.776.200	%20.93	12.240.878.299	%18.07
13	النقل	1.277.638.357	%1.80	1.747.641.997	%2.65	1.505.277.541	%2.22
14	الاعلام والنشر	373.466.365	%0.53	820.671.202	%1.24	1.227.833.710	%1.81
15	الفنادق والسياحة	630.539.243	%0.89	461.974.403	%0.70	1.006.604.330	%1.49
16	الصناديق العقارية المتداولة	/	/	/	/	37.266.539	%0.06
	الإجمالي	70.803.282.504	%100	65.995.948.684	%100	67.729.165.563	%100

المصدر: من اعداد الباحث بناءً على: التقرير السنوي الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات(2014،ص:10)،(2015،ص:34)،(2016،ص:28).

3-2-2- التطورات القطاعية لعدد الأسهم المتداولة خلال الفترة من 2017 الى 2020: بعد اعتماد السوق المالي السعودي التنظيم العالمي لتصنيف القطاعات في الأسواق المالية وتغيير تشكيلة مستويات الأنشطة القطاعية من المستوى الاول (القطاع الرئيسي)، الى المستوى الثاني (القطاع)، الى الثالث (القطاع الفرعي)، الى الرابع (القطاع التفصيلي)، لمختلف الأنشطة الاقتصادية، تغيرت نسب القطاعات المهيمنة على المساهمة في الاجمالي لعدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، حيث بقي القطاع المالي متمثلاً في البنوك مسيطراً على السوق اذ بلغ عدد الأسهم لقطاعه عام 2017 ما مقداره (9,39 مليار سهم)، مقابل نسبة مساهمة قطاعية بلغت 21,70%، واستمر المنحى التصاعدي لنسب المساهمة القطاعية في السنتين المتتاليتين 2018، 2019 على التوالي، اذ بلغت 22,20%، 24,04% على الترتيب بعدد اجمالي لأسهم القطاع البنكي قدر بـ (8,39 مليار سهم) و (7,94 مليار سهم) على التوالي، الا انها انخفضت النسبة في سنة 2020 ووصلت الى 12,73%، مقابل عدد اسهم قطاعي وصل الى (10,09 مليار سهم).

- كما اصبح قطاع المواد الأساسية من اهم القطاعات المساهمة بنسب كبيرة من الاجمالي لعدد الأسهم المتداولة، اذ بلغ في سنة 2017 عدد الاسهم القطاعية السنوية المتداولة في السوق المالية ما يقارب الـ (7,42 مليار سهم) بنسبة مساهمة قطاعية قدرت بـ 17,15%، واستقر منحى الزيادة في الثلاثة سنوات المتتالية 2018، 2019، 2020 في حدود 23,92%، 23,01%، 23,40%، مقابل عدد الأسهم القطاعية المتداولة في السوق المالي السعودي على التوالي (9,04 مليار سهم)، و (7,60 مليار سهم) و (18,55 مليار سهم) على الترتيب، ويلاحظ ارتفاع عدد اسهم السنة الأخيرة بصورة كبيرة في تداولها في السوق مما يعطي نظرة على زيادة نشاط هذا القطاع في هذه السنة الاستثنائية بسبب الجائحة المرضية وتخوف المستهلكين واقبالهم على التخزين من مختلف المواد الاساسية مما خلق ديناميكية استثنائية في القطاع والعديد من القطاعات الأخرى.

- كما انتعش قطاع مالي اخر الا وهو التأمين بمختلف انشطته فوصلت نسبة مساهمته من الاجمالي لعدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية في عام 2017 الى ما يقارب 10,14%، بمقابل عدد اسهم القطاع المساوي الى (4,39 مليار سهم)، الا انه انخفضت النسبة الى ما مقداره 7,56%، بما يعادل (2,86 مليار سهم)، في عام 2018، غير ان سنة 2019 شهدت ارتفاع طفيف في نسبة مساهمة قطاع التأمين في الاجمالي لعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي حيث وصلت الى 8,25%، بعدد اسهم قدر بـ (2,72 مليار سهم)، الا ان سنة 2020 ونظراً لزيادة المخاوف من خسائر مختلف الأنشطة الاقتصادية بسبب إجراءات الإغلاق وما تبعها، نشطت شركات قطاع التأمين وبلغ عدد اسهم القطاع حوالي (8,58 مليار سهم)، ما يعادل نسبة مساهمة قطاع التأمين في اجمالي الأسهم المتداولة في السوق المالية.

- اما قطاع ادارة وتطوير العقارات اصبح من اهم القطاعات الناشطة داخل السوق المالي رغم التذبذب الحاصل في نسب المساهمة اذ بلغت في سنة 2017 ما يقارب 22,36% وهي نسبة عالية تؤكد اهمية القطاع العقاري ونشاطه المتزايد داخل المملكة سواء من المؤسسات الحكومية التي يقودها الانفاق الحكومي الضخم او الشركات العاملة في القطاع، بعدد اسهم قطاعي وصل الى (9,68 مليار سهم)، اما السنة الموالية 2018 شهدت انخفاض طفيف في نسبة المساهمة في الكلي لعدد الاسهم المتداولة السنوية بلغت حوالي 21,43%، بعدد اسهم القطاع السنوية التي قاربت (8,10 مليار سهم)، كما شهد عام 2019 انخفاض كبير من حيث عدد اسهم القطاع السنوي لم يتعدى (3,60 مليار سهم)، مقابل نسبة قدرت بـ 10,90%، الا ان السنة الأخيرة من التحليل (2020) شهدت نشاطاً وزيادة في عدد اسهم قطاع ادارة وتطوير العقارات اذ وصل الى ما يقارب الـ (10,08 مليار سهم) بنسبة مساهمة قطاعية لم تتعدى 12,72%.

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

الجدول رقم (5-16): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات-عدد(كمية) الأسهم المتداولة-لسنوات-2017-2018-2019-2020

العدد	السنوات/القطاعات	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
01	الطاقة	945.290817.00	%2.18	949.824.523.00	%2.51	1.858.522.605	%5.62	3,964,425,809	%5.00
02	المواد الأساسية	7.425.068.648.00	%17.15	9.048.168.807.00	%23.92	7.605.548.970	%23.01	18,558,380,246	%23.40
03	السلع الرأسمالية	1.749.532.338.00	%4.04	1.323.125.290.00	%3.5	1.255.583.781	%3.80	3,694,120,388	%4.66
04	الخدمات التجارية والمهنية	371.079.742.00	%0.86	234.672.454.00	%0.62	138.851.172	%0.42	616,929,565	%0.78
05	النقل	831.182.307.00	%1.92	464.073.298.00	%1.23	603.300.215	%1.83	1,437,483,444	%1.81
06	السلع طويلة الأجل	678.343.116.00	%1.57	492.859.277.00	%1.30	338.212.167	%1.02	1,959,574,583	%2.47
07	الخدمات الاستهلاكية	853.782.245.00	%1.97	670.171.215.00	%1.77	857.628.315	%2.59	4,228,780,976	%5.33
08	الإعلام والترفيه	287.498.420.00	%0.66	173.813.916.00	%0.46	111.137.935	%0.34	665,756,629	%0.84
09	تجزئة السلع الكمالية	555.627.149.00	%1.28	533.570.516.00	%1.41	591.621.339	%1.79	2,016,839,603	%2.54
10	تجزئة الأغذية	325.068.344.00	%0.75	282.165.792.00	%0.75	296.789.607	%0.90	679,835,733	%0.86
11	إنتاج الأغذية	1.406.285.450.00	%3.25	753.377.065.00	%1.99	986.756.736	%2.99	3,935,486,003	%4.96
12	الرعاية الصحية	230.738.000.00	%0.53	314.886.657.00	%0.83	344.363.994	%1.04	1,064,511,972	%1.34
13	الأدوية	36.302.476.00	%0.08	30.861.726.00	%0.08	29.107.198	%0.09	163,872,663	%0.21
14	البنوك	9.395.853.647.00	%21.70	8.394.299.150.00	%22.20	7.945.678.864	%24.04	10,094,097,971	%12.73
15	الاستثمار والتمويل	443.991.410.00	%1.03	312.385.084.00	%0.83	343.441.987	%1.04	1,385,944,913	%1.75
6	التأمين	4.390.724.298.00	%10.14	2.860291.750.00	%7.56	2.726.604.619	%8.25	8,586,636,651	%10.82
17	التطبيقات وخدمات التقنية	/	/	/	/	49.221.908	%0.15	429,468,704	%0.54
18	الاتصالات	1.348.187.719.00	%3.11	1.794.413.921.00	%4.74	1.889.107.168	%5.71	2,628,313,854	%3.31
19	المرافق العامة	476.557.732.00	%1.10	364.740.042.00	%0.96	526.242.713	%1.59	1,080,097,291	%1.36
20	الصناديق العقارية المتداولة	1.864.803.124.00	%4.31	717.880.813.00	%1.90	955.041.400	%2.89	2,046,246,796	%2.58
21	إدارة وتطوير العقارات	9.681.979.103.00	%22.36	8.104.574.010.00	%21.43	3.602.488.693	%10.90	10,086,931,269	%12.72
/	الإجمالي	43.297.896.085	%100	37.820.155.306	%100	33.055.251.386	%100	79,323,735,062	%100

المصدر: من أعداد الباحث بناءً على: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات(2017،ص:10)،(2018،ص:09)،(2019،ص:09)،(2020،ص:12)

4-تطورات عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010 الى 2020:

عدد الصفقات المنفذة في أسواق الأوراق المالية يوضح مدى استجابة الاسعار السوقية الى توقعات البائعين وما يقابلها من استشراف وتوقعات المشترين لمختلف الصفقات المبرمة والمنفذة في الاسواق المالية وتعطي حركية ونشاط للسوق المالية في عملية البيع والشراء، كما يعبر على مدى سيولة السوق المالية، وسنتناول بالتحليل والدراسة في المرحلة الاولى التطورات الاجمالية لعدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من عام 2010 الى 2020.

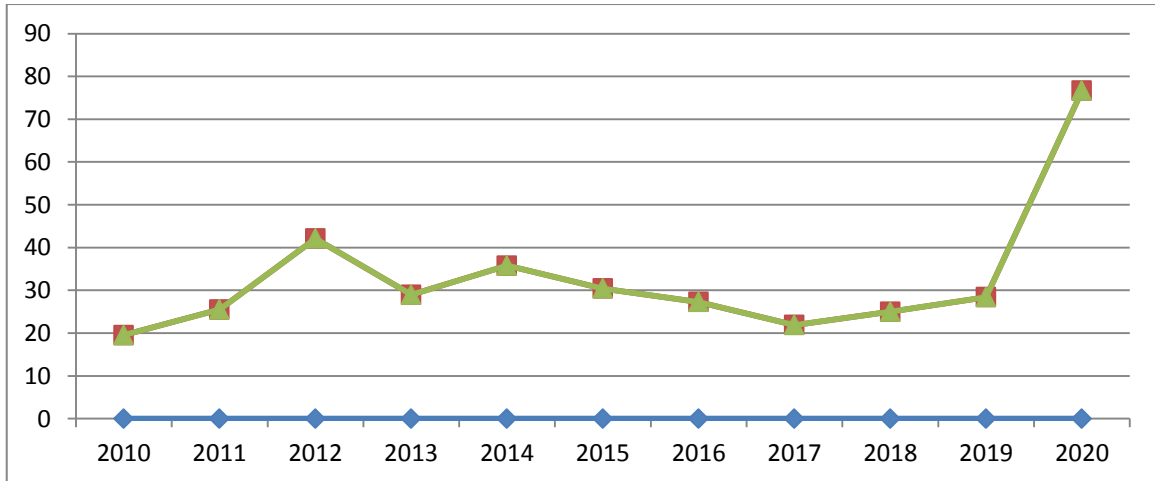
4-1- التطورات الاجمالية لعدد الصفقات المنفذة: يوضح الجدول ادناه قيم الصفقات المنفذة في السوق المالية السعودية:

الجدول رقم (5-17): تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020

السنة	عدد الصفقات المنفذة	التغير %
2010	19.536.143	-
2011	25.546.933	30.77 %
2012	42.105.048	64.81 %
2013	28.967.694	-31.20 %
2014	35.761.091	23.45 %
2015	30.444.203	-14.87 %
2016	27.273.685	-10.41 %
2017	21.895.281	-19.72 %
2018	25.011.885	14.23 %
2019	28.395.793	13.53 %
2020	76,686,329	170,06 %

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية لسنة: (2020، ص:21)

الشكل رقم (5-8): تطور الصفقات المنفذة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2010 الى 2020



المصدر: الجدول اعلاه

فمن خلال الشكل نلاحظ ان:

عدد الصفقات المنفذة الاجمالية السنوية كانت في السوق المالي السعودي خلال الفترة من عام 2010 الى سنة 2020 تتراوح ما بين اصغر قيمة شهدتها سنة 2010 بعدد يقدر بـ(19,53 مليون صفقة منفذة)، واعلى قيمة كانت في سنة 2020 مقدرة بـ(76,68 مليون صفقة منفذة).

شهدت سنة 2011 زيادة في نسبة عدد الصفقات المنفذة قدرت بـ30,77%، بعدد وصل الى (25,54 مليون صفقة) مقارنة بعدد الصفقات المنفذة لعام 2010، واستمرت الزيادة في العام الموالي 2012 بنسبة معتبرة قدرت بـ64,81% مقابل (42,10 مليون صفقة منفذة)، الا ان سنة 2013 شهدت نسبة انخفاض كبيرة قدرت بـ31,20% بعدد صفقات لم يتعدى (28,96 مليون صفقة)، غير ان سنة 2014 شهدت ارتفاع في عدد الصفقات صغير لم يتجاوز نسبة 23,45% مقارنة بالسنة التي سبقتها، الا ان السنوات الثلاثة 2015، 2016، 2017 شهدت على التوالي نسب سلبية تمثلت في انخفاض قدر بـ14,87% في عام 2015، بعدد صفقات لم يتجاوز (30,44 مليون صفقة)، واستمر الانخفاض في سنة 2016 مقدر بـ10,41% بالنسبة الى العم السابق ولم يتجاوز عدد الصفقات المنفذة (27,27 مليون صفقة)، وكانت 2017 عدد صفقاته السنوية لم يتعدى (21,89 مليون صفقة) بنسبة انخفاض مقدر بـ19,72% مقارنة بالعام السابق، الا نسب الزيادات عادت من جديد في السنوات الباقية من مجال الدراسة وينسب متباينة اذ سجل سجلت سنة 2018 عدد للصفقات المنفذة قدر بـ(25,01 مليون صفقة) بنسبة زيادة مقارنة بالسنة السابقة قدرت بـ14,23%، وبقي منحى الزيادة مستمر ففي سنة 2016 بلغ عدد الصفقات بمقدار (28,39 ملون صفقة) اي بنسبة زيادة مقارنة بسنة 2018 وصلت الى 13,53%، الا ان عام 2020 يعد استثناء من حيث عدد الصفقات المنفذة الذي وصل الى (76,68 مليون صفقة) بنسبة زيادة قدرت بـ170,06% مقارنة بعام 2019، والأسباب تتعلق بجائحة الوباء وآثارها على الاسواق المالية.

4-2-التطورات القطاعية لعدد الصفقات المنفذة : من خلال الجدولين ادناه والمتعلقة بعدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من عام 2010 الى 2016 اي قبل دخول السوق المالي السعودي للتصنيف العالمي للقطاعات الاقتصادية في الاسواق المالية سنة 2017، وكذلك الجدول الثالث للفترة من سنة 2017 الى نهاية 2020، نلاحظ جملة من التطورات والتركز في بعض القطاعات الرئيسية في السوق المالي السعودي نوجزها بالتحليلي الآتي:

4-2-1- التطورات القطاعية لعدد الصفقات المنفذة خلال الفترة من 2010 الى 2016: يلاحظ من خلال الجدول رقم () والجدول رقم () للفترة الممتدة من 2010 الى 2016 والمتعلقة بعدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي للقطاعات المكونة للإقتصاد السعودي، نجد هيمنة بعض القطاعات من حيث عدد الصفقات على السوق ومنها: قطاع الصناعات البتروكيماوية والتأمين بصورة رئيسية وبنسب اقل لقطاع التطوير العقاري، والاستثمار الصناعي، ويأتي قطاع المصارف والخدمات المالية بنسب ضعيفة متذبذبة في الصعود والنزول ، اما بقية القطاعات فكانت مساهمتها من الاجمالي للصفقات المنفذة ضعيفة ومتذبذبة على الرغم من حيوية أنشطة بعض القطاعات كالإسمنت والنقل والاتصالات وتقنية المعلومات.

-فقد شهد قطاع المصارف والخدمات المالية رغم اهميته في سنة 2010 عدد لم يتجاوز (1,37 مليون صفقة) بنسبة مساهمة قطاعية من مجموع الصفقات المنفذة السنوية مقدرة بـ7,05% ، وانخفضت هذه النسبة في سنة 2011 حيث لم تتعدى 3,90% كمساهمة لقطاع المصارف والخدمات المالية من الاجمالي السنوي للصفقات المنفذة، الا انه في السنوات الموالية شهد القطاع زيادة في عدد الصفقات وبالتالي النسب ابتداء من عام 2012 حيث بلغ فيه العدد الى (1,96 مليون صفقة) بنسب قطاعية الى الاجمالي مقدرة بـ4,66%، وفي سنة 2013 وصل عدد الصفقات في القطاع البنكي والخدمات المالية الى (1,40 مليون صفقة) ،بنسبة قطاعية الى الكلي السنوي لعدد الصفقات المنفذة بـ4,86%، وقفز العدد في سنة 2014 الى (2,82 مليون صفقة) بنسبة قطاعية مقدرة بـ7,89% من المجموع الكلي للصفقات المنفذة، الا انه تكن الزيادة كبيرة في عام 2015 حيث وصل العدد الى (2,83

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

مليون صفقة) بنسبة قطاعية تقدر بـ 9,31%، أما سنة 2016 انخفضت نسبة مساهمة القطاع الى العدد الكلي السنوي للصفقات الى 8,42%.

-أما اهم قطاع كان عدد الصفقات المنفذة يعتبر مهما بالنسبة الى عدد القطاعات الاخرى هو قطاع التأمين، اذ سجلت نسب مساهمته الى الاجمالي السنوي للصفقات كحد ادنى 21,91%، مقابل عدد صفقات قطاع وصل الى (6,67 مليون صفقة) في عام 2015، وكأعلى نسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي السنوي قدرت بـ 30,96%، مقال عدد صفقات قطاعي وصل الى (13,03 مليون صفقة) في سنة 2012، أما بقيت السنوات فسجلت سنة 2010 ما نسبته 25,10%، وبعدد صفقات منفذة قارب الـ (4,90 مليون صفقة)، وارتفع العدد الى (6,95 مليون صفقة منفذة) في سنة 2011 مقابل نسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي قاربت الـ 27,24%، ووصل عدد الصفقات في عام 2013 الى (8,31 مليون صفقة) بمعدل نسبة قطاعية الى الاجمالي السنوي لم تتعدى الـ 28,69%، وانخفضت النسبة في سنة 2014 الى 23,81%، بعدد صفقات لقطاع التأمين قدر بـ (8,51 مليون صفقة)، وسجلت سنة 2016 نسبة مساهمة عدد صفقات قطاع التأمين الى الاجمالي السنوي للقطاعات مجتمعة 23,23%، مقابل عدد (6,33 مليون صفقة).

-ومن القطاعات التي تبقى مساهمتها الى اجمالي عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي متوسطة هما: قطاعي الاستثمار الصناعي، و التطوير العقاري، اذ وصل عدد صفقات القطاع الاول في سنة 2010 حوالي (1,77 مليون صفقة) بنسبة مساهمة قطاعية من المجموع السنوي لكل القطاعات المشكلة للسوق المالي تقدر بـ 9,10%، الا ان هذه النسبة اخذت في الانخفاض في السنتين الموالتين فكانت في 2011 مقدرة بـ 6,45%، بعدد صفقات قطاعية وصلت الى (1,64 مليون صفقة)، وانخفضت اكثر في عام 2012 الى ما نسبته 4,82%، رغم زيادة عدد الصفقات القطاعية التي وصلت الى (2,02 مليون صفقة) بسبب زيادة توسع مجموع الصفقات الكلية في السوق، وعاد في عام 2013 مرة اخرى الانكماش الى السوق المالي السعودي ومنه تأثيره على مختلف القطاعات المكونة له اذ بلغ عدد صفقات قطاع الاستثمار الصناعي (1,80 مليون صفقة) مقابل تسجيل نسبة قطاعية قدرت بـ 6,24%، وارتفع عدد صفقات القطاع بالرغم من انخفاض العدد الاجمالي لصفقات السوق المالي عام 2014 الذي وصل الى (35,76 مليون صفقة)، وسجل منه القطاع ما عدده (2,69 مليون صفقة)، مقابل نسبة مساهمة قطاعية قدرت بـ 7,52%، وارتفعت هذه النسبة في سنة 2015 الى 8,62%، مقابل عدد صفقات (2,62 مليون صفقة)، أما سنة 2016 انخفض فيه العدد القطاعي للصفقات الـ (2,19 مليون صفقة)، نسبة مساهمة قطاعية لم تتعدى 8,05%.

-أما قطاع التطوير العقاري فيعد من القطاعات الهامة في السوق وساهم بعدد من الصفقات المنفذة تراوحت ما بين صعود ونزول لعدد الصفقات المنفذة حيث سجلت ادنى عدد للصفقات المتواجدة بالسوق اذ كانت في سنة 2010 تقارب (1,13 مليون صفقة)، بنسبة مساهمة قطاعية من المجموع لم تتعدى عند نهاية السنة 5,79%، وانخفضت في السنة المالية 2011 اذ بلغت حوالي 4,82%، يقابلها عدد اجمالي لقطاع التطوير العقاري من الصفقات المنفذة قارب (1,23 مليون صفقة)، بينما شهد عام 2012 زيادة ملحوظة في عدد الصفقات القطاعية حيث وصلت الى ما يقارب (3,54 مليون صفقة) بنسبة قطاعية تقدر بـ 8,42%، الا انه لم تستمر هذه الزيادة بل شهدت سنة 2013 نسبة مساهمة قطاعية من المجموع الكلي للصفقات المنفذة في السوق قدرت بـ 7,84%، مقابل عدد (2,27 مليون صفقة)، وبقي التذبذب حاصل في قطاع التطوير العقاري في السنوات الثلاثة الموالية اذ لم يتجاوز عدد الصفقات المنفذة في القطاع سنة 2014 ما عدده (2,35 مليون صفقة)، مقابل نسبة مساهمة للقطاع من المجموع السنوي الكلي قاربت 6,60%، وهكذا اخذ العدد في الزيادة مرة اخرى في 2015 اذ وصل الى (2,68 مليون صفقة)، بنسبة مساهمة القطاع في الاجمالي عند حدود 8,82%، وكانت سنة 2016 عدد صفقاتها (2,11 مليون صفقة) معادلة لنسبة مساهمة قطاعية تقدر بـ 7,76%.

جدول رقم (5-18): احصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات-عدد الصفقات المنفذة-لسنوات-2010-2011-2012-2013-

عدد	السنوات/القطاعات	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%
01	المصارف والخدمات المالية	1.377.416	%7.05	997.185	%3.90	1.960.658	%4.66	1.407.098	%4.86	2.820.487	%7.89	2.835.705	%9.31	2.295.481	%8.42
02	الصناعات البتروكيماوية	3.865.678	%19.79	4.073.776	%15.95	4.484.652	%10.65	2.462.284	%8.50	3.459.832	%9.67	3.346.015	%10.99	2.822.882	%10.35
03	الإسمنت	556.895	%2.85	838.066	%3.28	2.176.374	%5.17	2.358.155	%8.14	1.701.761	%4.76	1.015.947	%3.34	914.903	%3.35
04	التجزئة	710.870	%3.64	962.250	%3.77	1.392.954	%3.31	2.555.669	%8.82	2.666.042	%7.46	1.774.450	%5.83	2.020.346	%7.41
05	الطاقة والمرافق الخدمية	206.128	%1.06	212.509	%0.83	220.664	%0.52	134.349	%0.46	204.358	%0.57	214.096	%0.70	241.766	%0.89
06	الزراعة والصناعات الغذائية	1.523.391	%7.80	3.004.822	%11.76	3.047.913	%7.24	2.269.124	%7.83	3.411.934	%9.54	1.998.068	%6.56	2.002.562	%7.34
07	الاتصالات وتقنية المعلومات	772.037	%3.95	1.258.427	%4.93	3.825.763	%9.09	1.430.805	%4.94	1.646.798	%4.60	1.370.439	%4.50	705.716	%2.59
08	التأمين	4.903.806	%25.10	6.958.028	%27.24	13.036.692	%30.96	8.311.470	%28.69	8.513.764	%23.81	6.671.719	%21.91	6.335.228	%23.23
09	شركات الاستثمار المتعدد	929.779	%4.76	1.549.201	%6.06	2.164.189	%5.14	821.993	%2.84	1.194.942	%3.34	851.341	%2.80	602.795	%2.21
10	الاستثمار الصناعي	1.777.365	%9.10	1.647.077	%6.45	2.028.222	%4.82	1.808.681	%6.24	2.690.910	%7.52	2.625.075	%8.62	2.196.884	%8.05
11	التشييد والبناء	1.254.684	%6.42	1.683.342	%6.59	2.323.580	%5.52	1.391.109	%4.80	2.779.761	%7.77	2.321.291	%7.62	2.014.852	%7.39
12	التطوير العقاري	1.131.801	%5.79	1.231.173	%4.82	3.545.982	%8.42	2.270.406	%7.84	2.358.755	%6.60	2.685.015	%8.82	2.115.952	%7.76
13	النقل	262.526	%1.34	518.054	%2.03	924.123	%2.19	672.497	%2.32	840.417	%2.35	1.438.695	%4.73	893.437	%3.28
14	الاعلام والنشر	110.738	%0.57	297.591	%1.16	371.967	%0.88	375.676	%1.31	479.742	%1.34	727.511	%2.39	1.204.344	%4.42
15	الفنادق والسياحة	153.029	%0.78	315.432	%1.23	601.315	%1.43	695.378	%2.40	991.588	%2.77	568.836	%1.87	887.819	%3.26
16	الصناديق العقارية المتداولة	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	18.718	%0.07
	الإجمالي	19.536.143	%100	25.546.933	%100	42.165.048	%100	28.967.694	100	35.761.091	%100	30.444.203	%100	27.273.685	%100

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير السنوي الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية للسنوات(2010،ص:10)، (2011،ص:34)، (2012،ص:28)، (2013،ص:24/35)،

((2014،ص:10)، (2015،ص:34)، (2016،ص:28)).

4-2-2- التطورات القطاعية لعدد الصفقات المنفذة خلال الفترة من 2017 الى 2020:

- بعد اعتماد السوق المالي السعودي التنظيم العالمي لتصنيف القطاعات في الأسواق المالية وتغيير تركيبة مستويات الأنشطة القطاعية من المستوى الاول (القطاع الرئيسي)، الى المستوى الثاني (القطاع)، الى الثالث (القطاع الفرعي)، الى الرابع (القطاع التفصيلي)، لمختلف الأنشطة الاقتصادية، تغيرت نسب القطاعات المهيمنة على المساهمة في الاجمالي لعدد الصفقات المنفذة المتداولة في السوق المالية، حيث سيطر قطاع المواد الأساسية بعدد صفقات متزايد خلال فترة الدراسة حيث وصلت في عام 2017 الى (4,19 مليون صفقة) بنسبة مساهمة قطاعية سنوية من الاجمالي السنوي لجميع القطاعات الى 18,19%، واستمر العدد في الارتفاع حيث قدر في سنة 2018 بـ (5,86 مليون صفقة) مقابل نسبة قطاعية من الاجمالي تساوي الى 23,44%، وفي سنة 2019 ارتفع العدد الى ما يقارب (6,61 مليون صفقة) بمساهمة قطاعية من مجموع عدد الصفقات الكلية السنوية قدرت بـ 23,28%، الا ان عام 2020 يعد استثنائياً حيث ارتفع عدد الصفقات الاجمالية للسوق المالي السعودي الى (76,68 مليون صفقة) الذي يعد اكبر عدد وصل اليه السوق خلال فترة الدراسة كاملة من 2010 الى 2020، حيث ساهم قطاع المواد الأساسية بعدد كبير من الصفقات المنفذة قدر بـ (16,07 مليون صفقة) مقابل نسبة مساهمة قطاعية قدرت بـ 20,96%.

- اما قطاع السلع الرأسمالية فتراوحت اعداد الصفقات القطاعية خلال مدة الدراسة هذه من ادنى قيمة لها في سنة 2017 مقدر بـ (1,23 مليون صفقة) بنسبة مساهمة للقطاع من اجمالي عدد الصفقات بـ 5,65%، الى اعلى عدد سجل في سنة 2020 قدر بـ (4,87 مليون صفقة)، بنسبة مساهمة لقطاع السلع الرأسمالية من العدد الكلي السنوي للصفقات مقدر بـ 6,36%.

- كما ساهم قطاع انتاج الأغذية بعدد صفقات صغيرة خلال السنوات من 2017 الى 2019، اذ سجل ادنى مستوى لها في سنة 2018 بعدد صفقات منفذة في السوق المالي قدرت بـ (1,21 مليون صفقة) ونسبة مساهمة قطاعية لم تتعدى 1,84%، بينما تعد سنة 2020 قد سجل القطاع اعلى عدد صفقات منفذة قارب (6,40 مليون صفقة) مقابل مساهمة قطاعية من الاجمالي لعدد الصفقات السنوية مقدرة بـ 8,36%.

- اما القطاع المالي بتشكيلتيه (قطاع البنوك وقطاع التأمين) فيعد من اهم القطاعات النشطة في السوق المالي السعودي، اذ كان قطاع البنوك خلال عام 2017 نشطاً اذ وصل عدد الصفقات المنفذة الى عتبة (2,11 مليون صفقة) بنسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي قدرت بـ 9,67%، واستمرت عدد الصفقات في المنحى التصاعدي خلال السنتي الموالتين اذ وصلت نسبة المساهمة القطاعية في عام 2018 الى مقدار 11,16%، مقابل عدد الصفقات المنفذة المقدّر بـ (2,79 مليون صفقة)، وفي سنة 2019 قدرت نسبة المساهمة القطاعية بـ 15,60%، وبعدد الصفقات المنفذة المقدرة بـ (4,42 مليون صفقة)، الا ان عام 2020 ارتفع عدد الصفقات المنفذة الاجمالية السنوية الى (76,68 مليون صفقة)، و صفقات المنفذة للقطاع البنكي لم تتعدى (6,06 مليون صفقة) وبالرغم من هذا الارتفاع في العدد الا ان نسبة المساهمة القطاعية انخفضت الى 7,91% مقارنة بعام 2019.

- اما قطاع التأمين رغم اهميته في السوق المالي السعودي الا انه شهد في السنوات الثلاثة الاولى من فترة الدراسة التحليلية (2017، 2018، 2019) منحى تنازلي، بحيث بلغت في عام 2017 نسبة المساهمة القطاعية الى الاجمالي السنوي ما مقداره 19,72%، مقابل عدد الصفقات المنفذة القطاعية البالغة (4,31 مليون صفقة)، وهبوط العدد في سنة 2018 الى (3,64 مليون صفقة) بنسبة مساهمة قطاعية الى الاجمالي السنوي لجميع القطاعات مقدرة بـ 14,57%، واستمر نقصان العدد حتى في سنة 2019 اذ وصل عدد الصفقات المنفذة في قطاع التأمين الى (3,33 مليون صفقة)، مقابل مساهمة قطاعية من المجموع السنوي قدرت بـ 11,75%، اما سنة 2020 فزاد عدد الصفقات المنفذة وبلغ عددها (9,31 مليون صفقة) رغم هبوط نسبة المساهمة القطاعية الى المجموع الكلي لعدد الصفقات المنفذة السنوية، بحيث لم تتعدى ما مقداره 12,14%.

- ان ادارة وتطوير العقارات شهدت تذبذب في عدد الصفقات بين صعود ونزول بحيث سجلت سنة 2017 عددا للصفقات المنفذة قدر بـ (1,81 مليون صفقة)، مقابل نسبة مساهمة قطاعية الى اجمالي صفقات جميع القطاعات مساوية الـ 8,31%، غير ان هذه

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

النسبة ارتفعت في عام 2018 اذ بلغت ما مقداره 11,14%، وبعدد صفقات لم يتعدى (2,78 مليون صفقة)، وانخفض عدد الصفقات في سنة 2019 وبلغ الـ (1,77 مليون صفقة) ، مقابل نسبة مساهمة قطاعية لم تتجاوز الـ 6,24%، اما سنة 2020 على الرغم من صغر حجم نسبة المساهمة القطاعية لم تتعدى الـ 6,21%، الا ان عدد الصفقات السنوية وصل الى اعلى قيمة له خلال فترة الدراسة قدرت بـ 4,76 مليون صفقة).

جدول رقم (5-19): إحصائيات السوق المالية السعودية حسب القطاعات-عدد الصفقات المنفذة-للسنوات 2017-2018-2019-2020

العدد	السنوات/القطاعات	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
01	الطاقة	518.454	%2.37	886.292	%3.54	1.500.747	%5.29	4,571,998	%5.96
02	المواد الأساسية	4.199.166	%19.18	5.864.004	%23.44	6.610.252	%23.28	16,071,312	%20.96
03	السلع الرأسمالية	1.236.987	%5.65	1.571.721	%6.28	1.696.742	%5.98	4,876,577	%6.36
04	الخدمات التجارية والمهنية	361.254	%1.65	282.175	%1.13	324.908	%1.14	1,110,878	%1.45
05	النقل	539.740	%2.47	460.909	%1.84	652.226	%2.30	1,802,318	%2.35
06	السلع طويلة الأجل	474.704	%2.17	474.482	%1.90	511.844	%1.80	2,424,841	%3.16
07	الخدمات الاستهلاكية	763.063	%3.49	759.846	%3.04	980.167	%3.45	4,626,963	%6.03
08	الاعلام والترفيه	627.573	%2.87	505.088	%2.02	336.010	%1.18	1,246,285	%1.63
09	تجزئة السلع الكمالية	636.244	%2.91	730.262	%2.92	942.799	%3.32	3,217,309	%4.20
10	تجزئة الأغذية	381.189	%1.74	406.063	%1.62	439.428	%1.55	1,505,647	%1.96
11	إنتاج الأغذية	1.303.805	%5.95	1.211.203	%1.84	1.530.067	%5.39	6,408,303	%8.36
12	الرعاية الصحية	366.922	%1.68	523.646	%2.09	572.522	%2.02	1,843,082	%2.40
13	الأدوية	46.989	%0.21	44.773	%0.18	46.490	%0.16	241,023	%0.31
14	البنوك	2.116.488	%9.67	2.791.476	%11.16	4.428.343	%15.60	6,066,689	%7.91
15	الاستثمار والتمويل	369.749	%1.69	304.103	%1.22	339.887	%1.20	1,362,339	%1.78
6	التأمين	4.317.892	%19.72	3.643.689	%14.57	3.336.010	%11.75	9,312,181	%12.14
17	التطبيقات وخدمات التقنية	/	/	/	/	101.140	%0.36	928,345	%1.21
18	الاتصالات	569.759	%2.60	933.942	%3.73	1.205.810	%4.25	1,821,366	%2.38
19	المرافق العامة	267.473	%1.22	240.574	%0.96	330.021	%1.16	757,568	%0.99
20	الصناديق العقارية المتداولة	978.114	%4.47	590.885	%2.36	738.586	%2.60	1,728,942	%2.25
21	إدارة وتطوير العقارات	1.819.716	%8.31	2.786.752	%11.14	1.771.794	%6.24	4,762,363	%6.21
/	الإجمالي	21.895.281	%100	25.011.885	%100	28.395.793	%100	76,686,329	%100

من اعداد الباحث بناءً على مصادر: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية ، للسنوات (2017،ص:10)،(2018،ص:09)،(2019،ص:09)،(2020،ص:12).

5-مقارنة معلومات التداول في السوق الرئيسية السعودية:

لإظهار أهمية السوق الرئيسية السعودية سنعمل مقارنة للمخصص مؤشرات التداول ابتداء من عدد الصفقات والاسهم وقيمتها، والمتوسط اليومي لها، وتغيرات نقاط المؤشر العام للسوق خلال فترة الدراسة الممتدة من 2010 الى 2020 في جدولين منفصلين الاول من 2010 الى 2014، والثاني من 2015 الى نهاية عام 2020، وهذا من اجل استخراج اهم نقاط قوة السوق وضعفه على جلب مختلف رؤوس الاموال المحلية والخليجية والعربية وحتى الدولية.

يلاحظ بصورة عامة على مختلف المؤشرات السوقية للسوق الرئيسي السعودي خلال فترة الدراسة ما يلي:

1- تذبذب جميع مؤشرات السوق خلال سنوات الدراسة بين صعود ونزول وهذا مؤشر على حساسية السوق لمختلف تقلبات الاقتصادي العالمي من حيث زيادة او نقصان الطلب العالمي على النفط، التي تعد إيراداته تشكل الايراد الخارجي الرئيسي والأهم لخزينة المملكة.

2- هيمنة قطاعات معينة على السوق المالي سواء قبل دخول السوق الى النظام العالمي لتصنيف القطاعات داخل الاسواق المالية بين الفترة من 2010 الى 2016 او بعد الدخول الى النظام.

3- تمثلت هذه القطاعات المهيمنة بصورة رئيسية على القطاع المالي بمكونه البنوك والتأمين، نظرا لأهميتهما في عملية الوساطة المالية في تشغيل هذه الاموال من جهة، وتمويل مختلف القطاعات الاستثمارية واحتياجاتها الى مختلف المدخرات سواء من المواطنين او الحكومة.

كما تمثلت ايضا هيمنة قطاع النفط وخدماته ومشتقاته، باعتبار المملكة من اكبر دول العالم المنتجة والمصدرة له رغم التقلبات الشديدة التي شهدتها القطاع في السنوات الأخيرة (من 2014 الى 2020).

كما كان للقطاع العقاري نشاط مهم داخل السوق المالية، نظرا للطلب المتزايد لتشييد مختلف الانجازات الاستثمارية الكبرى للدولة او لصالح الشركات والأفراد.

4- كما يعتبر السوق المالي السعودي من كبر الاسواق الخليجية او العربية او حتى الاسلامية، من حيث القيمة السوقية المتداولة في السوق على الرغم من اعتباره لازال يصنف من الاسواق الناشئة، مما مكنه من دخول الكثير من المنصات العالمية لتصنيف المؤشرات او مؤشر التصنيف الائتماني العالمي وخاصة بعد اعتماد السوق المالي السعودي على التصنيف العالمي للقطاعات.

وهذا ما يوضحه الجدولين التاليين في مقارنة مختلف مؤشرات السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة على كالاتي:

- من حيث عدد الصفقات المنفذة كان لها ادنى قيمة في عام 2010 لم تتجاوز (19,53 مليون صفقة)، واعلى عدد بلغته في سنة 2020 (76,68 مليون صفقة) التي تعد سنة استثنائية بسبب الجائحة الوبائية.

- اما عن عدد الاسهم المتداولة فتراوحت بين حد ادنى في سنة 2010 مقدر بـ (33,00 مليار سهم)، و اخر في عام 2020 قدر بـ (79,32 مليار سهم).

- تميز السوق المالي السعودي بالتذبذب الكبير في قيمة الأسهم المتداولة اذ سجلت سنة 2010 اصغر قيمة لم تتعدى

الـ (759,18 مليار ريال)، واخذت هذه القيمة في التصاعد في السنتين الموالتين 2011، 2012 اذ وصلت قيمة

الاسهم المتداولة في السوق المالي (1,098,18 مليار ريال)، و (1,929,31 مليار ريال) على الترتيب، الا انها انخفضت طفيف عام 2013 مسجلة قيمة كلية سنوية للأسهم المتداولة قدرت بـ (1,369,66 مليار ريال)، غير ان سنة 2014 كانت طفرة كبيرة غير

عادية ناتجة عن الايرادات النفطية العالية (قبل وقوع الصدمة البترولية في اواخر السداسي الثاني للسنة) في الصعود للقيمة السوقية للأسهم المتداولة حيث بلغت (2,146,51 مليار ريال)، غير ان السنوات المتتالية 2015، 2016، 2017، سجلت القيمة منحنى

تنازلي كان على الترتيب (1,660,62 مليار ريال)، (1,156,98 مليار ريال)، و (836,27 مليار ريال)، وبدأ نمو الاقتصاد العالمي بالتعافي البطيء ابتداء من سنة 2018 وانتعش الاقتصاد السعودي بسبب الزيادة في الايرادات النفطية، واستمر السوق المالي

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

السعودي في الصعود بمستويات صغيرة حيث بلغت قيمة الاسهم المتداولة (870,86 مليار ريال)، وفي 2019 (880,13 مليار ريال)، اما سنة 2020 شكلت طفرة كبيرة اذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة (2,087,79 مليار ريال سعودي). وهكذا نلاحظ ان السوق المالي السعودي يتأثر بشكل كبير ولكل القطاعات المكونة له بالقطاع الرئيسي الممول له وهو قطاع النفط .

جدول رقم (5-20): مقارنة معلومات التداول-السوق الرئيسية- للسنوات: 2010-2011-2012-2013-2014-

2014	2013	2012	2011	2010	معلومات التداول
35.761.091	28.105.048	42.105.048	25.546.933	19.536.143	عدد الصفقات المنفذة
70.803.282.504	52.501.945.771	82.544.978.786	48.535.822.208	33.006.924.795	عدد الاسهم المتداولة
2.146.511.896.920	1.369.665.791.887	1.929.318.274	1.098.836.028.656	759.184.484.995	قيمة الاسهم المتداولة (مليون ريال)
250	248	251	248	249	عدد ايام التداول
143.044	116.805	167.749	103.012	78.458	المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة
130.283.213	211.701.394	328.864.457	195.708.961	132.557.931	المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة
85.860.475	552.284.593	768.652.699	443.079.043	3.048.933.674	المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)
1.812.89	1.752.85	1.400.34	1.270.84	1.325.39	القيمة السوقية للأسهم المصدرة (مليار ريال)
8.333.30	8.535.60	6.801.22	6.417.73	6.620.75	المؤشر العام (نقطة)
/		/	/	/	عدد الشركات الجديدة المدرجة
/		/	/	/	عدد الشركات المدرجة

المصدر: اعداد الباحث بناءً على مصادر التقارير السنوية -تداول- للسوق المالية السعودية لسنوات، (2010، ص: 12)، (2011، ص: 39)، (2012، ص: 31)، (2013، ص: 30)، (2014، ص: 13)

جدول رقم (5-21): مقارنة معلومات التداول-السوق الرئيسية- للسنوات: 2015-2016-2017-2018-2019-2020

2020	2019	2018	2017	2016	2015	معلومات حول التداول
76,686,329	28.395.793	25.011.885	21.895.281	27.273.685	30.444.203	عدد الصفقات المنفذة
79,323,735,062	33,857,531,325	37,820,155,306	43,297,896,085	67,729,165,563	66,275,251,472	عدد الاسهم المتداولة
2,087,799,574,493.41	880,139,074,790.58	870,869,683,508	836.275.133.812	1.156.987.084.201	1,660,622.053.130	قيمة الاسهم المتداولة (مليون ريال)
251	250	249	250	249	251	عدد ايام التداول
305,523.22	113.583.17	100.449.34	87.581.12	109.533	121.292	المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة
316,030,816.98	132.221.005.54	151.888.173.92	173.191.584.34	272.004.681	264.044.817	المتوسط اليومي للأسهم المتداولة
8,317,926,591.61	3.520.556.299.16	3.497.468.608.47	3.345.100.535.25	4.646.534.475	6.616.024.116	متوسط يومي لقيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)
9,101.81	9.025.44	1.858.95	1.689.60	1.681.95	1.579.06	القيمة السوقية للأسهم المصدرة (مليار ريال)
8,689.53	8.389.23	7.826.73	7.226.32	7.201.43	6.911.76	المؤشر العام (نقطة)
6	6	11	/	/	/	عدد الشركات الجديدة المدرجة
*203	199	190	/	/	/	عدد الشركات المدرجة

المصدر: اعداد الباحث بناء على مصادر التقارير السنوية -تداول- للسوق المالية السعودية لسنوات : (2015، ص:10)، (2016، ص:12)، (2017، ص:13) ، (2019، ص:12)، (2020، ص:15).

*ثلاث شركات انتقلت من السوق الموازية (نمو) الى السوق الرئيسية.

المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية السعودية

تمهيد:

سيتم في هذا المطلب دراسة وتحليل الصناديق الاستثمارية من حيث العدد، وعدد المستثمرين المشتركين في هذه الصناديق، وحجم الأصول المالية للصناديق الاستثمارية وذلك على اتباع الخطوات التالية:

1-تحليل نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية:

1-1-تحليل عدد الصناديق الاستثمارية حسب الأصناف: عملت هيئة الأوراق المالية السعودية على تشجيع طرح وحدات صناديق الاستثمار بشتى الطرق والأنواع حيث يعرض الجدول رقم () تطورات العشر سنوات الأخيرة من 2010 إلى 2020، لعدد صناديق الاستثمار حسب نوعية الاستثمار وتصنيفه من صناديق عامة وصناديق ذات الطرح الخاص، ويلاحظ ما يلي:

- هيمنة صناديق الأسهم، وأسواق النقد، والقابض، والعقاري على أغلبية الصناديق الاستثمارية، خلال فترة الدراسة؛
- تتركز أغلب الصناديق الإسلامية او المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في صناديق الأسهم والقابض والعقاري؛
- يتبع تذبذب عدد الصناديق بين صعود ونزول، التذبذبات العامة للسوق المالي؛

ومن خلال تتبعنا الى عدد صناديق الاستثمار حسب الطرح العام وتصنيفاتها المختلفة خلال فترة الدراسة يمكن رصد ما يلي:

تراوحت نسبة مساهمة صناديق الأسهم الى الاجمالي من أعلى عدد عام 2015 بمقدار 169 صندوق من الاجمالي 267 صندوق أي ما نسبته حوالي 63,3% ، الى ادنى عدد كان عام 2020 بمقدار 128 صندوق من اجمالي عدد الصناديق السنوية 254 صندوق.

فكانت سنة 2010 عدد صناديق الاستثمار العاملة في السوق السعودي 267 صندوقا منها 154 يستثمر في الأسهم، 56 صندوقا تستثمر في أسواق النقد، وتليها 27 صندوق استثماري قابض.

كما يوضح نفس الجدول رقم ()، عدد صناديق الاستثمار للطرح العام مصنفة بحسب شكل الاستثمار من نهاية 2010 إلى نهاية 2011 أهم التطورات التالية من حيث العدد: كان عدد صناديق الاستثمار عند نهاية 2011 حققت زيادة بنسبة 1.9% ، أي بعدد قدر بـ 5 صناديق استثمارية، كما حققت صناديق الاستثمار العقاري قفزة كانت الأكبر من بين الصناديق الاستثمارية حسب تصنيفاتها الاستثمارية المختلفة، قدرت بـ 4 صناديق، أي ما يعادل زيادة بنسبة 66.7% نهاية 2011 مقارنة بنهاية سنة 2010.

كما ارتفعت أعداد الصناديق القابضة وصناديق أدوات الدين عام 2011 بنسبة 59.3%، و 16.7% على التوالي.

كما لوحظ التراجع على عدد من صناديق الاستثمار في الأسهم، وصناديق أسواق النقد، وصناديق رأس المال المحمي عند نهاية 2011، بنسب متفاوتة: 2.6%، 10.7%، 37.5% على التوالي إذا ما قورنت بنهاية 2010.

استحوذت صناديق الاستثمار في الأسهم رغم تراجعها في سنة 2011 على عدد الصناديق الكلية 55.1% عند 2011 مقارنة بنسبة 57.7% لسنة 2010.

2012: بالإجمال انخفض عدد صناديق الاستثمار للطرح العام سنة 2012 إلى 256 صندوق أي بنسبة 5.90% مقارنة بـ 272 صندوق عام 2011. إن عدد صناديق الاستثمار للطرح العام لسنة 2012 أظهرت ارتفاعا في كل من صناديق أدوات الدين والصناديق الاستثمارية المتوازنة بنسبة 28.6%، 50% على التوالي، لتصبح 9، و 3 صناديق على التوالي.

كما تراجع الصناديق الاستثمارية المستثمرة في الأسهم عام 2012 إلى 138 صندوقا مقارنة بـ 150 لسنة 2011.

كما استمرت عدد الصناديق المستثمرة في الأسهم بالاستحواذ على العدد الأكبر من إجمالي عدد الصناديق المطروح وحداتها للتداول لسنة 2012 على رغم من تراجع نسبتها إلى 53,9% مقارنة بـ 55,1% لسنة 2011.

كما تراجع عدد الصناديق الاستثمارية في أسواق النقد، ورأس المال المحمي لسنة 2012 ما نسبته 6% و 60% على التوالي.

2013: استمر انخفاض العدد الإجمالي لصناديق الاستثمار إلى 254 صندوقاً في سنة 2013 مقارنة بـ 256 لسنة 2012 أي بنسبة 0,8%، كما انخفضت الصناديق الاستثمارية في أسواق النقد إلى 45 صندوقاً بنسبة 4,3% نسبة إلى سنة 2012. كما انخفض عدد صناديق الاستثمار في القابض إلى 41 صندوق في سنة 2013 بنسبة 4,7%. كما استمر الانخفاض في أسواق الدين إلى -1,1%، وارتفع العقاري إلى 13 صندوقاً بنسبة 30%، بينما انخفضت صناديق الاستثمار المتوازن إلى 2 صندوق أي ما يعادل -33,3%.

أما عام 2014 فلقد شهد العدد الإجمالي للصناديق زيادة قدرت بـ 3,5%، حيث وصل العدد إلى 263 مقارنة بـ 254 صندوقاً في سنة 2013، كما شهدت الصناديق الرئيسية الأسهم، وأدوات الدين، وأسواق النقد زيادات بنسب 6,4%، 12,5%، 2,2% على الترتيب، أما الصناديق العقارية تراجعت بنسبة -4,15% متأثرة بتراجع القطاع العقاري في المملكة العربية السعودية نتيجة الصدمة البترولية لعام 2014.

أما سنة 2015 شهدت الصناديق الاستثمارية في المحمل زيادة قدرت بـ 4 صناديق استثمارية أي ما يعادل 1,5% إذ تطورت من 263 صندوق في سنة 2014 إلى 267 صندوق استثماري في سنة 2015، وهذا نتيجة زيادة صناديق الأسهم المقدرة 19 صندوقاً أي ما نسبته 12,8%، مع ملاحظة تراجع كبير للصناديق القابضة والمقدرة بنسبة -8,26% مقابل 11 صندوقاً. أما في عام 2016 ارتفع عدد الصناديق الإجمالي إلى 271 صندوقاً أي بنسبة 1,5% مقارنة بسنة 2014، وبقيت الصناديق المهيمنة على تداولات السوق تسيطر عليه بإستثناء تراجع طفيف لصناديق الأسهم قدر بصندوق واحد أي ما يعادل -0,6%، أما العقاري فلقد سجل معدل ارتفاع قارب الـ 20%.

أما سنة 2017 لقد سجلت عدد الصناديق الإجمالي زيادة قدرت نسبتها 0,7% أي ما يعادل صندوقين، أما صناديق الأسهم شهدت تراجع في عدد الصناديق الاستثمارية قدر بـ 7 صناديق أي ما يعادل نسبة -2,4%، والصناديق العقارية تراجعت هي الأخرى بنسبة -3,8%، كما ظهرت هذه السنة وبقوة صناديق الاستثمارات العقارية المتداولة بزيادة في العدد من صندوق واحد إلى 7 صناديق أي ما يعادل 600% وهي تعد قفزة قوية لهذا النوع من الصناديق وأغلبيتها متوافقة مع الشريعة الإسلامية. أما عام 2018 فلقد شهد تراجع من حيث العدد الإجمالي قدر بـ 24 صندوقاً وهو ما يعادل نسبة -8,8%، وترجم هذا التراجع في الصناديق الرئيسية بحيث تراجعت صناديق الأسهم بـ 20 صندوقاً أي ما يعادل نسبة -4,12%، وتراجعت أيضاً وبقوة صناديق القابض بـ 7 صناديق أي ما يعادل -9,21%، وبلغ عدد 25 صندوقاً في 2018 مقارنة مع 32 صندوقاً في 2017، أما صناديق الاستثمارات العقارية المتداولة فواصلت منحناها التصاعدي ووصل العدد إلى 16 صندوق في 2018 مقابل 7 صناديق في عام 2017 أي بنسبة زيادة قدرت بـ 128,6%.

أما سنة 2019 فقد بلغ عدد الصناديق الاستثمارية في السوق السعودي 253 صندوق أي بزيادة قدرت بـ 1,6% مقارنة بعام 2018 الذي لم يتعدى 253 صندوق، أما قطاع صناديق الأسهم شهد تراجع بـ 4 صناديق ما يعادل نسبة -2,8% وبلغ العدد 137 صندوق مقابل 141 صندوق سنة 2018، وصناديق القطاع العقاري قدرت نسبته -10,0%.

أما سنة 2020 تعد استثنائية بنشاطاتها الاقتصادية والمالية، إذ على المستوى الإجمالي بلغ عدد الصناديق 254 صندوقاً وبزيادة سنوية لصندوق واحد أي ما نسبته 0,4%، وتراجعت الصناديق الاستثمارية للأسهم إلى 128 صندوقاً أي ما يعادل نسبة -6,6% و يساهم بنصف العدد الإجمالي للصناديق المقدرة بـ 50,4%، كما شهدت صناديق أدوات الدين قفزة قوية قدرت نسبتها 71,4% بعدد وصل إلى 12 صندوق في سنة 2020 مقارنة بـ 7 صناديق في 2019.

أما المؤشرات المتداولة والتي بدأ العمل بها ابتداءً بـ 3 صناديق سنة 2016 وبقي العدد ثابت إلى سنة 2019، وارتفع إلى الضعف عام 2020 بـ 6 صناديق أي ما يعادل نسبة 100%.

أما مساهمتها من الإجمالي سنة 2016 فكانت 1,10%، إلى 1,20 سنة 2019، و 2,4% عند سنة 2020.

أما صناديق الاستثمار العقارية المتداولة فبدأت سنة 2016 بصندوق واحد ، ثم أخذت في التصاعد المستمر من 7%، 16%، 17% على التوالي للسنوات 2017، 2018، 2019. وكانت نسبة الصناديق العقارية من الإجمالي تراوحت ما بين 4% سنة 2016 إلى 8,6% لسني 2019، 2020.

الجدول رقم (5-22): عدد صناديق الاستثمار (الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2010 الى 2015

سنوات	2010		2011		2012		2013		2014		2015		نوع الاستثمار
	العدد	% من الاجمالي	العدد	% من الاجمالي	العدد	% من الاجمالي	العدد	% من الاجمالي	العدد	% من الاجمالي	العدد	% من الاجمالي	
الأسهل*	154	57,7%	150	55,1%	138	53,9%	141	55,5%	150	57%	169	63,3%	
ادوات الدين	6	2,2%	7	2,6%	9	3,5%	8	3,1%	9	3,4%	9	3,4%	
اسواق النقد**	56	21%	50	18,4%	47	18,4%	45	17,7%	46	17,4%	44	16,5%	
عقاري***	6	2,2%	10	3,7%	10	3,9%	13	5,1%	12	4,5%	10	3,8%	
القابض	27	10,1%	43	15,8%	43	16,8%	41	16,1%	41	15,5%	30	11,2%	
متوازن	2	0,7%	2	0,8%	3	1,2%	2	0,8%	2	0,7%	2	0,8%	
رأس المال المحمي	8	3,0%	5	1,8%	2	0,8%	/	/	/	/	/	/	
اخرى	8	3,0%	5	1,8%	4	1,6%	4	1,5%	4	1,5%	3	1,1%	
المؤشرات المتداولة	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
الاستثمارات العقارية المتداولة	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	
الإجمالي	267	100%	272	100%	256	100%	254	100%	263	100%	267	100%	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات (2011، ص: 49)، (2013، ص: 63)، (2015، ص: 53).

على الموقع: [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

*صناديق أسواق النقد: تهدف صناديق أسواق النقد إلى الاستثمار عبر أدوات أسواق النقد، القصيرة الأجل والمنخفضة المخاطر، المتوافقة مع الضوابط الشرعية بهدف المحافظة على رأس المال وإدارة السيولة، ويسعى مدير الصندوق إلى تحقيق أداء يفوق أداء المؤشرات الاستثمارية المحددة لكل صندوق.

**صناديق الأسهم: تهدف صناديق الأسهم إلى الاستثمار في أسواق الأسهم المستهدف، حسب كل صندوق، بهدف تنمية رأس المال على المدى الطويل، ويسعى مدير الصندوق إلى تحقيق أداء يفوق أداء المؤشرات الاستثمارية المحددة لكل صندوق بشكل مستمر.

***الصناديق العقارية: صندوق استثماري مغلق يهدف إلى تنمية رأس المال على المدى المتوسط من خلال الاستثمار بشكل رئيسي في عدد من المشاريع السكنية العقارية الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال الاستثمار في الفرص الجديدة المقدمة من عدد من المطورين العقاريين الذين يعمل معهم مدير الصندوق حيث يقوم الصندوق بإنشاء والتملك الكلي أو الجزئي للمشاريع العقارية السكنية بغرض إعادة بيعها.

الجدول رقم (5-23): عدد صناديق الاستثمار (الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2016 الى 2020

نوع الاستثمار	2016			2017			2018			2019			2020		
	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير
الأسهل	168	62%	-0,6%	161	59%	-4,2%	141	56,6%	-12,4%	137	54,1%	-2,8%	128	50,4%	-6,6%
ادوات الدين	8	3%	-11,1%	8	3%	0,0%	5	2%	-37,5%	7	2,8%	40,0%	12	4,7%	71,4%
اسواق النقد	44	16,2%	0,0%	44	16,1%	0,0%	43	17,3%	-2,3%	46	18,2%	7%	43	17,0%	-6,5%
عقاري	12	4,4%	20,0%	11	4,0%	-8,3%	10	4,0%	-9,1%	9	3,5%	-10,0%	10	4,0%	11,1%
القابض*	32	11,9%	6,7%	32	11,8%	0,0%	25	10,0%	-21,9%	25	10%	0,0%	23	9,0%	-8,0%
متوازن	2	0,8%	0,0%	2	0,8%	0,0%	2	0,8%	0,0%	2	0,8%	0,0%	2	0,8%	0,0%
رأس المال المحمي	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
اخرى	5	1,9%	66,7%	5	1,9%	0,0%	4	1,6%	-20,0%	7	2,8%	75,0%	13	5,1%	85,7%
المؤشرات المتداولة	3	1,1%	/	3	1,1%	0,0%	3	1,2%	0,0%	3	1,2%	0,0%	6	2,4%	100%
الاستثمارات العقارية المتداولة	1	0,4%	/	7	2,5%	600%	16	6,5%	128,6%	17	6,7%	6,3%	17	6,7%	0,0%
الإجمالي	271	100%	1,5%	273	100%	0,7%	249	100%	8,8%	253	100%	1,6%	254	100%	0,4%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات (2017:ص:116،117)،(2019:ص:164)، (2020، ص:147).

على الموقع: [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

***الصناديق القابضة:** الصناديق القابضة تسعى إلى خفض المخاطر الكلية من خلال تنويع وتوزيع ملائم لأصول الصندوق في عدد من الصناديق الاستثمارية المختلفة المتوافقة مع الضوابط الشرعية، ويتوفر منها أنواع رئيسية تتنوع من حيث درجة المخاطر التي تتغير بناءً على زيادة و خفض نسبة الأصول الأكثر مخاطر حسب استراتيجية الاستثمار لكل صندوق قابض.

1-2- تحليل عدد المستثمرين المشتركين في الصناديق الاستثمارية حسب الأصناف:

الملاحظة الأولى التي يمكن مشاهدتها من الجدولين أدناه رقم (5-24) و (5-25)، أن:

- العدد الإجمالي السنوي للمستثمرين المشتركين في الصناديق الاستثمارية في تراوحت عند أعلى عدد بـ 358,894 مستثمر مشترك في الصناديق الاستثمارية الذي تحقق في عام 2020 ، وأدنى عدد بلغ 224,411 مشترك كان في عام 2016.

- عدد المستثمرين في الصناديق الاستثمارية للأسهم تشكل النسبة الغالبة من إجمالي المستثمرين بالنسبة إلى بقية الصناديق الاستثمارية الأخرى، رغم تناقصها المطرد ابتداءً من 2010 إلى 2020، حيث شكلت نسبة المستثمرين إلى العدد الكلي من 2010 إلى 2020 تتراوح ما بين: 77,5% في عام 2010، و 39,9% في 2020 .

- يعود توجه غالبية المستثمرين إلى الصناديق الاستثمارية للأسهم إلى عراققتها، وقدم المؤسسات المدرجة في السوق وتوفر بياناتها ووضوح استشرافها وتحليلها من خلال السوق الإنتاجية والاستهلاكية.

- كما يعود النقص المستمر للمستثمرين في هذا النوع من الصناديق إلى الركود الذي عرفته المملكة بعد الصدمة البترولية 2014 وما لحقته ببقية القطاعات الاقتصادية المرتبطة بالإنفاق الحكومي الذي يعتمد في جل نفقاته التنموية على الإيرادات البترولية.

- كما شكلت الصناديق العقارية المتداولة فترة نوعية من حيث عدد المستثمرين حيث قفز من 1457 مستثمر مشترك سنة 2016 إلى 21921 مستثمر عام 2017 ثم قفزت إلى رقم كبير لسنتي 2018 يقدر 124780 ويليه 127593 سنة 2019 ثم 156342 مستثمر مشترك في عام 2020.

أما من حيث نسبها التصاعدية قدرت من الإجمالي من سنة 2015 إلى 2020 على الترتيب التالي: 0,65%، 9,20%، 37,6%، 38,70%، 43,5%. ويعود سبب تزايد عدد المستثمرين في الصناديق العقارية، هو العودة التدريجية إلى انتعاش القطاع العقاري، بعد طرح المملكة الخطة التنموية الشاملة لسنة 2030.

- أما الصناديق الاستثمارية لأسواق النقد تميزت بعدد المستثمرين المتقارب من سنة 2010 إلى 2014 إذ تراوحت نسب المساهمة من إجمالي عدد المشتركين في حدود النسبة 18,9% . وكانت من عام 2015 إلى 2020 تتراوح نسب المستثمرين في هذه الصناديق نسبة إلى العدد الإجمالي للمستثمرين 18,3%، 17,7%، 16,7%، 11,7%، 11,9%، 10,5% ويلاحظ على هذه النسب المتتالية بنقصانها من 2015 إلى انخفاض نسبة عرفتها سنة 2020، ويعود هذا إلى انفتاح الاقتصاد السعودي على التوسع في الاستثمارات رغم التحديات التي مر بها.

أما عن استثمارات صناديق العقاري الاستثمارية فكان عدد المستثمرين في تزايد مستمر حيث بلغت مساهمتها إلى الإجمالي من المستثمرين على التوالي من عام 2010 إلى 2014 متزاوية ما بين 1,0% و 2,4% و 2015 إلى 2020 لم تتجاوز 3,5%.

- أما الصناديق الاستثمارية " القابض " فكان عدد المستثمرين لا يتجاوز الـ 2.5% من سنة 2010 إلى 2016 وسجل أعلى مساهمة له في سنة 2017 إذ بلغت النسبة 3,7% أما بقية السنوات 2018، 2019، 2020 لم يتجاوز نسبة 1,7%.

- كما نلاحظ على عدد المستثمرين توجههم الضعيف نسبياً إلى الصناديق الاستثمارية للمؤشرات المتداولة والتي أدرجت في السوق المالي السعودي ابتداءً من سنة 2016 وكانت عددها في تزايد من سنة إلى أخرى حيث بلغ سنة 2016 العدد 292 مستثمر مشترك وعند نهاية سنة 2020 وصل العدد إلى 4899 أي نسبة زيادة قدرت 962,7% نسبة إلى عام 2019 وهي زيادة في عدد المستثمرين كبيرة جداً بالنسبة إلى هذا النوع الجديد من الاستثمارات.

الجدول رقم (5-24): عدد المشاركين في صناديق الاستثمار (الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2010 الى 2014

2014			2013			2012			2011			2010		سنوات نوع الاستثمار
العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	
187426	76,2%	5,1%-	197523	76,6%	6,9%-	212128	77,1%	6,2%-	226204	77,1%	8,7%-	247771	77,5%	الأسهم
232	0,1%	14,3%	203	0,1%	18,5%-	249	0,1%	492,9%	42	0,01%	55,3%-	94	0,03%	ادوات الدين
46307	18,9%	5,5%-	49024	19,0%	5,3%-	51758	18,8%	5,6%-	54839	18,7%	9,1%-	60306	18,9%	اسواق النقد
5869	2,4%	16,9%	5021	2,0%	10,0%	4565	1,7%	0,0%	4565	1,6%	42,7%	3199	1,0%	عقاري
5254	2,1%	3,6%-	5452	2,1%	6,7%-	5845	2,1%	5,7%-	6201	2,1%	3,6%-	6430	2,0%	القابض
414	0,2%	5,9%-	440	0,2%	11,5%-	497	0,2%	27,4%-	685	0,2%	6,0%	646	0,2%	متوازن
/	/	/	/	/	100%-	154	0,1%	81,9%-	849	0,3%	9,8%-	940	0,3%	رأس المال المحمي
274	0,1%	97,1%	139	0,05%	44,8%	96	0,03%	20,7%-	121	0,04%	72,3%-	437	0,1%	اخرى
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	المؤشرات المتداولة
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	الاستثمارات العقارية المتداولة
245776	100%	4,7%-	257803	100%	6,4%-	275292	100%	6,2%-	293506	100%	8,2%-	319823	100%	الإجمالي

الجدول رقم () : عدد المشتركين في صناديق الاستثمار (الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2010 الى 2014
المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات (2011، ص: 58)، (2012، ص: 54)، (2013، ص: 63)، (2014، ص: 59)،

على الموقع : [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

الجدول رقم (5-25): عدد المشاركين في صناديق الاستثمار (الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار ونسبة المساهمة الى الاجمالي ونسبة التغير من عام 2015 الى 2020

2020			2019			2018			2017			2016			2015			نوع الاستثمار	سنوات
العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير	العدد	% من الاجمالي	% التغير		
142968	39,9%	-3,6%	148367	45,0%	-4,5%	155278	46,7%	-4,6%	162697	68,2%	-5,6%	172315	76,8%	-5,3%	181997	76,9%	-2,9%	الأسهام	
2049	0,6%	172,5%	752	0,2%	752	0,03%	37,0%	2,2%	181	0,1%	2,2%	185	0,1%	10,6%	207	0,1%	10,8%	ادوات الدين	
37607	10,5%	3,7%	39051	11,9%	0,5%	38867	11,7%	2,4%	39817	16,7%	0,2%	39747	17,7%	8,5%	43430	18,3%	6,2%	اسواق النقد	
7212	2,0%	1,0%	7141	2,2%	4,8%	7499	2,2%	7,3%	8088	3,4%	57,4%	5140	2,3%	5,8%	5455	2,3%	7,1%	عقاري	
5422	1,5%	1,0%	5478	1,7%	9,9%	4984	1,5%	4,2%	4784	3,7%	2,7%	4654	2,1%	6,8%	4996	2,1%	4,9%	القابض	
288	0,1%	1,7%	293	0,1%	3,9%	305	0,1%	6,4%	326	0,1%	7,1%	351	0,1%	6,9%	377	0,1%	8,9%	متوازن	
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	رأس المال المحمي	
2107	0,6%	249,4%	603	0,2%	62,1%	372	0,1%	9,7%	339	0,1%	26,5%	268	0,1%	0,8%	266	0,1%	2,9%	اخرى	
4899	1,4%	962,7%	461	0,1%	25,3%	368	0,1%	26,0%	292	0,1%	0,0%	292	0,1%	/	/	/	/	المؤشرات المتداولة	
156342	43,5%	22,5%	127593	38,7%	2,3%	124780	37,5%	469,2%	21921	9,2%	1404,5%	1457	0,65%	/	/	/	/	الاستثمارات العقارية المتداولة	
358894	100%	8,8%	329739	100%	0,9%	332567	100%	39,5%	238445	100%	6,3%	224411	100%	9,9%	236728	100%	3,7%	الاجمالي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات : (2015، ص: 53)، (2016، ص: 69)، (2017، ص: 117، 116)، (2018، ص: 173)، (2019، ص: 164)،

(2020، ص: 147).

على الموقع: [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

1-3- تحليل حجم الأصول للصناديق الاستثمارية حسب الأصناف

من خلال الجداول المتعلقة بقيمة أصول الصناديق الاستثمارية المتداولة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة نلاحظ الآتي:

- تسيطر صناديق الاستثمار لأسواق النقد والأسهم على النسبة الكبيرة من ناحية قيمة أصول هذه الصناديق إذ تتعدى نشاطها خلال الفترة من 2010 إلى 2015 الـ 90% من القيمة الاجمالية السنوية لأصول الصناديق مجتمعة، إذ تراوحت نسبة مساهمة صناديق الأسهم خلال الفترة 30%، أما صناديق اسواق النقد فتراوحت خلال الفترة الـ 60%. أما خلال الفترة الثانية الممتدة من عام 2016 إلى نهاية عام 2020 فبقيت صناديق اسواق النقد محافظة على مساهمتها من الاجمالي لقيمة الأصول فتراوحت بنسبة 60%، بينما صناديق الاسهم شهدت تذبذب في قيمة الأصول تراوحت نسبتها من أعلى قيمة مسجلة في عام 2016 إذ بلغت 25,5%، وأدنى قيمة مسجلة في السنة الأخيرة من مجال الدراسة إذ وصلت إلى أدنى مستوى بقيمة 21,220.7 مليون ريال مقابل نسبة 10,1%. و بلغت صناديق اسواق النقد في 2015 مبلغ 61,713.3 مليون ريال ما نسبته من الإجمالي 60%، ثم انخفض هذا إلى المبلغ إلى 57,497.6 مليون ريال رغم هذا بقي يشكل نسبة عالية من الإجمالي وصلت إلى 65.5% سنة 2016. كما ارتفع هذا الرقم سنة 2017 إلى 72,651.5 مليون ريال أي ما نسبته إلى الإجمالي 65.9%، ثم انخفض المبلغ إلى 62,444 مليون ريال سنة 2018 ما تشكل نسبة 55.9% من المبلغ الإجمالي لسنة 2018، ثم يرتفع المبلغ سنة 2019 إلى 106,796.6 مليون ريال محققا نسبة 66.8% من الإجمالي، كما ارتفعت في العام الأخير 2020 المبلغ إلى 136,415.4 مليون ريال. ما نلاحظه على هذه المبالغ والنسب إلى المبلغ الإجمالي هو المساهمة العالية للصناديق الاستثمارية لسوق النقد التي لم تنزل على 60% في السنوات الأربع ماعدا سنة 2018.

- كما نجد في المرتبة الثانية من ناحية المبالغ أو النسب إلى الإجمالي سوق الصناديق الاستثمارية للأسهم، إذ ما يلاحظ عليها هو التناقص المستمر للمبالغ المالية في هذه الصناديق أو حتى مساهمتها إلى الإجمالي إذ نجد مبالغها خلال الفترة من 2010 إلى عام 2015 تتذبذب قيم الأصول إذ تراوحت ما بين أعلى قيمة مسجلة في عام 2014 والبالغ 35,585.4 مليون ريال، وأدنى قيمة سجلت سنة 2011 إذ لم تتجاوز 26,628.4 مليون ريال، أما من سنة 2016 إلى نهاية عام 2020 شهدت قيم أصول صناديق الأسهم انخفاضا كبيرا تراوح ما بين أعلى قيمة مسجلة في سنة 2016 والمقدرة بـ 22,444.0 مليون ريال وأدنى قيمة مسجلة في عام 2019 والمقدرة بـ 20,667.5 مليون ريال، كما شكلت أكبر قيمة للفترة من 2010 إلى 2015 أعلى مبلغ وصلت إليه في هذه السنوات الخمس، مشكلا ما نسبته إلى الإجمالي 32,1% ثم بدء هذا المبلغ بالتنازل خلال الفترة الثانية من 2016 عام 2019 وذلك من 22,444 مليون ريال إلى 20,980.1 مليون ريال 20675.3 مليون ريال إلى 20667.5 مليون ريال في السنوات من 2016 إلى عام 2019 على التوالي، وكانت مساهمتها إلى المبلغ الإجمالي شهدت تراجعا كبيرا من سنة 2015 إلى آخر سنة 2019 على التوالي: 32.09%، 25.6%، 19.03%، 18.5%، 12.92%.

ويعود سبب هذا الضعف في الصناديق الاستثمارية للأسهم إلى ضعف نشاط الشركات العاملة في السوق السعودي وتأثرها بالأزمة النفطية للبلاد، والتوجه الواضح إلى الصناديق العقارية التي شهدت قفزة لأبأس بيها ابتداء من سنة 2017 إلى آخر عام 2020، إذ بلغت المبالغ على التوالي من 8,811.9 مليون ريال سنة 2017 مشكلة مساهمة إلى الإجمالي قدر بـ 8%، وارتفعت بعد انخفاض طفيف سنة 2018 وصل المبلغ إلى 8,347.9 مليون ريال مشكلا ما نسبته إلى الإجمالي 7.5%، إلى 7,951.6 مليون ريال سنة 2019، مساهما إلى الإجمالي بنسبة 5% هذا يعني زيادة المبلغ من صناديق أخرى.

- كما يلاحظ على الصناديق الاستثمارية القابض ضعف مبالغها التي لم تتجاوز في أحسن الحالات لسنة 2018، الـ 2899.6 مليون ريال سعودي أي بنسبة مساهمة إلى الإجمالي لم تتعدى 2.6%.

كما كانت سنة 2019 بملغ لأبأس به مقارنة بالمبالغ التي هي أقل منها أو تفوقها، ولكن كانت نسبة المساهمة من الإجمالي الكلي للصناديق ذات الطرح العام 1.8%.

أما باقي السنوات فكانت المبالغ المساهمة بها إلى المبلغ الإجمالي لجميع الصناديق يتراوح ما بين 2.6% و 2.7%.

- أما الذي يميز حجم أصول الصناديق الاستثمارية العقارية المتداولة هو بدايتها المتواضعة بمبلغ 555 مليون ريال سعودي سنة 2016، 363 مليون ريال سنة 2017 و 16,449.8 مليون ريال، 19,068.2 مليون ريال، و 21,645.0 مليون ريال للسنوات الباقية على التوالي 2018، 2019، 2020، بالتزايد المستمر في حجم الأصول .

الجدول رقم(5-26): حجم أصول(مليون ريال) صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار من نهاية عام 2010 الى نهاية عام 2015

2015			2014			2013			2012			2011			2010			نوع الاستثمار	سنوات
%	% من	قيمة الاصول	%	% من	قيمة الاصول	%	% من	قيمة الاصول	%	% من	قيمة الاصول	%	% من	قيمة الاصول	%	% من	قيمة الاصول		
التغير	الاجمالي	(مليون ريال)	التغير	الاجمالي	(مليون ريال)	التغير	الاجمالي	(مليون ريال)	التغير	الاجمالي	(مليون ريال)	التغير	الاجمالي	(مليون ريال)	التغير	الاجمالي	(مليون ريال)		
7,2-	32,0	33,011.6	3,3	32,1	35,585.4	23,1	33,4	34,441.3	5,1	31,8	27,988.2	14,0-	32,4	26,628.4	%4,2	%32,7	30,974.0	الأسهم	
29,5	0,8	831.3	13,9	0,6	641.9	11,6-	0,5	562.3	164,2	0,7	637.2	10,2	0,3	241.2	%6,8	%0,2	217.9	ادوات الدين	
7,0-	60,0	61,713.3	8,9	60,0	66,381.6	12,1	59,1	60,945.8	8,7	61,3	53,878.3	14,6-	60,4	49,544.1	%6,4	%61,3	58,015.7	اسواق النقد	
11,1-	4,3	4,430.5	20,4	4,5	4,975.5	59,7	4,0	4,131.1	1,4	2,9	2,587.5	63,8	3,1	2,550.6	%30,4-	%1,6	1,557.4	عقاري	
3,9-	2,6	2,727.0	1,4	2,5	2,837.2	2,5	2,7	2,797.9	0,6	3,1	2,731.0	1,4	3,3	2,715.6	%40,0	%2,8	2,677.3	القابض	
26,3	0,9	91.9	4,5-	0,1	124.6	103,3	0,1	130.5	44,5-	0,1	64.2	26,8	0,1	115.6	%20,9-	%0,1	91.2	متوازن	
/	/	/	/	/	/	100-	00	00	81,2-	0,05	43.3	-35,6-	0,3	230.5	%64,6	%0,4	358.1	رأس المال المحمي	
47,2-	0,06	57.4	2,4-	0,1	108.7	268,6	0,1	111.3	40,1-	0,03	30.2	93,5-	0,1	50.4	%21,8	0,8%	773,5	اخرى	
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	المؤشرات المتداولة	
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	الاستثمارات العقارية المتداولة	
7,0-	100	102,862.8	7,3	100	110,654.9	17,2	100	103,121.3	7,2	100	87,959.8	13,3-	100	82,076.4	%5,7	%100	94,666.1	الإجمالي	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات:(2010،ص:52)، (2011،ص:51)، (2012، ص:48)، (2013 ص:63)، (2014، ص:59)،

(2015،ص:53)، على الموقع: [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

الجدول رقم(5-27) حجم أصول(مليون ريال) صناديق الاستثمار(الطرح العام) مصنفة بحسب نوع الاستثمار من نهاية عام 2016 الى نهاية عام 2020

2020			2019			2018			2017			2016			سنوات نوع الاستثمار
% التغيير	% من الاجمالي	قيمة الاصول (مليون ريال)	% التغيير	% من الاجمالي	قيمة الاصول (مليون ريال)	% التغيير	% من الاجمالي	قيمة الاصول (مليون ريال)	% التغيير	% من الاجمالي	قيمة الاصول (مليون ريال)	% التغيير	% من الاجمالي	قيمة الاصول (مليون ريال)	
2,7	10,1	21,220.7	0,0	13,0	20,667.5	1,5-	18,5	20,675.3	6,5-	19,0	20,980.1	32,0-	25,5	22,444.0	الأسهل
801,2	8,3	17,368.1	278,1	1,2	1,927.3	32,4-	0,5	509.7	11,1-	0,7	754.1	3,1	0,9	848.7	ادوات الدين
27,7	65,0	136,415.4	71,0	67,0	106,796.6	14,1-	56,0	62,444.0	26,4	66,0	72,651.5	6,8-	65,5	57,497.6	اسواق النقد
5,1	3,6	7,544.9	4,7-	5,0	7,951.6	5,3-	7,5	8,347.9	144,1	8,0	8,811.9	18,5-	4,1	3,610.3	عقاري
21,2-	1,07	2,236.2	2,2-	1,8	2,837.3	0,4	2,6	2,899.6	11,7	2,6	2,887.7	5,2-	2,9	2,584.9	القباض
14,6-	0,03	53.4	13,0-	0,04	62.5	5,4-	0,06	71.8	8,4-	0,07	76.0	10,2-	0,09	83.0	متوازن
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	رأس المال المحمي
3731,0	0,8	1,631.7	42,1	0,4	605.0	6,8	0,4	425.8	126,2	0,4	398.5	206,9	0,2	176.2	اخرى
13,5	0,8	1,609.0	11,5	0,03	42.0	4,6	0,03	37.7	1,3-	0,03	36.0	/	0,04	36.5	المؤشرات المتداولة
169,7	10,3	21,645.0	15,9	12,0	19,068.2	352,3	14,7	16,449.8	555,3	34,5-	363.7	/	0,6	555	الاستثمارات العقارية المتداولة
31,1	100	209,724.3	43,0	100	159,958.0	1,5	100	111,861.7	25,5	100	110,232.8	15,2-	100	87,835.7	الإجمالي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسوق المالي السعودي لسنوات: (2016، ص:69)، (2017، ص:116-117)، (2018، ص:173)، (2019، ص:164)، (2020،

ص:147)، على الموقع: [http:// www.tadawul.com.sa-date](http://www.tadawul.com.sa-date)

2- أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية على أداء السوق المالي السعودي:

لدراسة أثر الصناديق الاستثمارية على الأداء من خلال نسبة مساهمة حجم الأصول للصناديق الاستثمارية من القيمة السوقية الإجمالية للسوق المالية و نسبة مساهمتها من قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال الفترة من 2010 الى 2020، وذلك من خلال معطيات الجدول أدناه:

الجدول رقم (5-28): نسبة مساهمة حجم الأصول للصناديق الاستثمارية للقيمة السوقية/قيمة الأسهم المتداولة للفترة من 2010 الى 2020

السنة	حجم الأصول(مليون ريال)	القيمة السوقية (مليار ريال)	%	قيمة الاسهم المتداولة(مليون ريال)	%
2010	94,666.1	1,325.39	7,1%	759,184,48	12,4%
2011	82,076.4	1,270.84	6,5%	1,098,836,02	7,5%
2012	87,959.8	1,400.34	6,2%	1,929,318,27	4,5%
2013	103,121.3	1,752.86	5,9%	1,369,665,79	7,5%
2014	110,654.9	1,812.89	6,0%	2,146,511,89	5,1%
2015	102,862.8	1,579.06	6,5%	1,660,622,05	6,1%
2016	87,835.7	1,681.95	5,2%	1,156,987,08	7,5%
2017	110,232.8	1,689.60	6,5%	836,275,13	13,1%
2018	111,861.7	1,858.95	6,0%	870,869,68	12,8%
2019	159,958.0	9,025.44	1,8%	880,139,07	18,0%
2020	209,724.3	9,101.81	2,3%	2,087,799,57	10,0%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على: التقرير الإحصائي السنوي-تداول-للسوق المالية السعودية لسنة

(2020،ص-ص:19 و21):

-يعتبر السوق المالي السعودي من أكبر الاسواق المالية العربية والإسلامية ويعتبر ضمن الأوائل بالنسبة الى الاسواق المالية الناشئة والرتب الـ 20 الأولى ضمن قائمة الاسواق المالية العالمية من حيث كبر حجم القيمة السوقية لهذا السوق، ولهذا نجد حجم الأصول للصناديق الاستثمارية الإسلامية رغم صغر نسبة مشاركتها بالنسبة للقيمة السوقية أو قيمة الاسهم المتداولة الا انها تعتبر تجربة فنية في السوق المالي السعودي هذا من جهة ، وتوجه المستثمرين اليها لازال يشكل بداية تشهد الكثير من التحفيز والتطوير وخاصة بعد رسم خطة المملكة 2030، مما يحفز صغار المدخرين للاستثمار في مثل هذه الصناديق والتقليل من المخاطر المنتظمة التي تمس البيئة الاقتصادية العامة او الغير منتظمة المتعلقة بمناخ الاستثمار للشركات وهيكله تسييرها الداخلي.

2-1-أثر الصناديق الاستثمارية على القيمة السوقية:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه خلال فترة الدراسة من 2010 الى 2020 ما يلي:

- سجلت نسبة حجم الأصول الى القيمة السوقية أعلى نسبة في عام 2010 قدرت بحوالي 7,1%، كما سجلت أدنى نسبة لها في عام 2019 بحوالي 1,8%.

- يلاحظ على نسب الأصول بالنسبة الى القيمة السوقية تذبذبها واحدا نسب بين النزول والثبات في العديد من سنوات الدراسة.

- يدير هذه الصناديق شركات مالية إسلامية، وبنوك إسلامية كبنك الراجحي ، والبلاد، والجزيرة كابيتال ذات احترافية عالية اكتسبت خبرة في تسيير هذه الصناديق رغم حداثة التجربة.

- شكلت سنة 2010 أعلى نسبة والمقدرة بـ 7,1% مقابل قيمة لحجم الأصول وصل الى حوالي (94,666.1 مليون ريال سعودي)،

الفصل الخامس: أثر الصناديق الاستثمار الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-

وكان ذلك نتيجة زيادة عدد المستثمرين المشتركين في هذه الصناديق وهي نسبة تعتبر جيدة الى ما قورنت بـكبر حجم السوق المالي السعودي.

وأخذت النسبة في الإنخفاض الطفيف في سنتي 2011 و2012 حيث وصلت الى 6,5% و6,2% على التوالي مقابل (82,076.4 مليون ريال) و(87,959.8 مليون ريال).

كما سجلت سنتي 2013 و2014 نسبتين متقاربتين وصلتا الى حدود 5,9% و6,0% على التوالي مقابل ارتفاع المبالغ الى (103,121.3 مليون ريال) و(110,654.9 مليون ريال)، كما شهدت بالمقابل هتين السنتين ارتفاع كل من القيمة السوقية، وقيمة الاسهم المتداولة للسوق المالي السعودي اذ وصلتا الى (1,752.86 مليون ريال)، و(1,812.89 مليون ريال) للقيمة السوقية في 2013 و2014 على التوالي و (1,369,665.7 مليون ريال) و(2,146,511.89 مليون ريال) لقيمة الاسهم المتداولة.

-الملاحظ على سنوات 2015، 2016، 2017، 2018 تقارب نسب مساهمة حجم الأصول المالية في القيمة السوقية اذ لم تتجاوز 6,5% عام 2015 ولم تخفض على 5,2% عام 2016.

الا ان سنوات 2019 و2020 سجلت انخفاضا كبيراً قدرت نسبته بـ1,8% و2,3% كمساهمة لحجم الأصول في القيمة السوقية الاجمالية للسوق المالي السعودي.

-كما يلاحظ على زيادة نسبة مساهمة حجم الأصول الى قيمة الاسهم المتداولة بشكل كبير في السنوات 2017، 2018، 2019، اذ قدرت على التوالي بـ13,1%، 12,8%، 18,0%، وانخفضت في 2020 الى 10%.

خلاصة الفصل الخامس:

لقد تم في هذا الفصل دراسة النشأة التاريخية والماهية للصناديق الاستثمارية، ودورها الاقتصادي والمالي الذي تلعبه هذه الصناديق بالنسبة للإقتصاد الوطني الكلي والأفراد المستثمرين والفوائد التي تعود على البنوك وشركات الأموال والاستثمار العاملة في حقل الصناديق الاستثمارية، وكذلك الدور الذي تلعبه في عملية زيادة الأصول المالية المنشطة لتداولات سوق الأوراق المالية.

كما تم التطرق في المطلب الثاني الى الخصائص التي تميز هذه الصناديق من حيث ضرورة إيجاد ادارة محترفة ومتخصصة تعمل في مجالها للمحافظة على مصالح المستثمرين الصغار المشتركين في هذه الصناديق واتاحة الفرصة لهم لدخول السوق المالية، وكذلك تم التطرق الى أهمية الملكية المشتركة لأموال المدخرين، وإلى ما يمكن أن توفره من سيولة اضافية داخل السوق، وتوزيع المخاطر في الصناديق الاستثمارية، ومن زيادة الدخل ورأس المال، والرفع الائتماني.

وفي المطلب الثالث تمت دراسة أنواع وتصنيفات الصناديق الاستثمارية من حيث الهدف الذي ستحققه هذه الصناديق، او من حيث هيكله رأس المال، او مكان الاستثمار، او حسب اسلوب ادارتها.

وفي المبحث الثاني وفي مطلبه الاول تمت دراسة وتحديد مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية وما يميزها عن التقليدية، وأنواعها المختلفة حسب الصيغ الإسلامية الشرعية والضوابط الشرعية المحددة لعملها.

وفي المبحث الثالث تم التطرق الى أثر الاستثمار في هذه الصناديق الاستثمارية الإسلامية على أداء السوق المالي السعودي، وتطرق المطلب الاول الى لمحة عامة عن السوق المالي السعودي وتاريخ نشأته ومميزاته وتطورات وأهدافه، وإلى التعريف ببيئة السوق المالية كجهة منظمة ومراقبة لكل عمليات السوق، وتمت دراسة الكيفية التي تنظم بها هيكله النظام المالي بالسعودية، وإلى إنشاء شركة السوق المالية السعودية- تداول- من حيث التعريف بها ونظامها الأساسي، كما تم تحديد تصنيفات القطاعات الاقتصادية الرئيسية في السوق المالي السعودي حسب المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، وكذلك تحديد مفهوم وأنواع مؤشرات السوق السعودي من المؤشر الرئيسي (TASI)، الى مؤشرات القطاعات، ومؤشرات السوق الموازية (نمو).

وفي المطلب الثاني تمت دراسة تطورات تداولات السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2010 الى 2020 من حيث تطورات المؤشر العام الرئيسي، ومؤشرات القطاعات، ثم تم تحليل تطورات قيمة الاسهم المتداولة الاجمالية والقطاعية، وبعدها تم تحليل تطورات عدد الاسهم المتداولة والصفقات المنفذة الاجمالية والقطاعية.

وفي الأخير تم دراسة الأثر الذي ستركه عملية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أداء السوق المالي السعودي وذلك بدراسة وتحليل عدد الصناديق الاستثمارية، وعدد المستثمرين المشتركين فيها، وحجم الأصول لهذه الصناديق، وتم استنتاج ان للصناديق الاستثمارية الإسلامية رغم صغر حجمها (نظرا لكبر القيمة السوقية للسوق السعودي) أثر مباشر على السوق وتتاثر بتقلبات السوق ومؤثراته من حيث الصعود والنزول، وستكون لهذه الصناديق المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية توسع كبير في مستقبل السنوات المقبلة.

الفصل السادس: أثر الابتكار والهندسية المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية

تمهيد:

تعتمد الابتكارات المالية الحديثة على المفاهيم والوظائف والقواعد والميكانيزمات للنظم المالية سواء كانت تقليدية أو إسلامية، إذ يعد النظام المالي الإسلامي متميزاً بإطار عام متمثلاً في الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية و المعاملات المالية الإسلامية المتعددة الصيغ والعقود والكييفيات.

إن ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، أحدثت تغيرات جذرية في عالم الاقتصاد والمال وجعلت الأسواق المالية الدولية أكثر ترابطاً وفعالية في مجال تمويل مختلف استثمارات القطاعات الاقتصادية.

ومن هنا كان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية بتنوع محافظها المالية بالعديد من الأدوات والمنتجات المالية التي تعطيها المرونة المطلوبة للاستجابة لتنوع المتطلبات التي تفرضها مختلف المتغيرات الاقتصادية والمالية كإدارة المخاطر، وتلبية وإرضاء رغبات العملاء، ومواجهة المنافسة الكبيرة للمؤسسات والأسواق المالية التقليدية.

وهنا تبرز الحاجة إلى ما يعرف بمصطلح "الهندسة المالية" وفق المنهج الاقتصادي والمالي الإسلامي كإطار تنضبط فيه المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية لإيجاد الحلول المناسبة بابتكار أدوات مالية جديدة تنضبط بقواعد الشريعة الإسلامية من جهة وتحقيق الكفاءة الاقتصادية والمالية من جهة أخرى.

وقسم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث رئيسية:

المبحث الأول: الاطار العام للإبتكار المالي؛

المبحث الثاني: المشتقات المالية الإسلامية ؛

المبحث الثالث: اثر الهندسة المالية الإسلامية في اداء الاسواق المالية الإسلامية؛

المبحث الأول: الإطار العام للابتكار المالي الاسلامي

المطلب الأول: مفهوم الابتكار وأنواعه ووظائفه

تمهيد:

يعد الابتكار (Innovation) والتجديد من أهم العوامل والمؤثرات الأساسية التي تزيد من كفاءة ونجاعة المنظمة أو النظام الذي يحكمها، وتعمل على تعزيز التفاعل والتدافع إلى الأفضل بين المنظمة والبيئة النظامية لها، كما تعمل لإيجاد الحلول المطلوبة لمختلف العوائق داخل أو خارج المنظمة من أجل مواكبة مختلف التغيرات المكانية والزمنية في السوق (الحقيقية والمالية) وبيئة العمل.

1-تعريف الابتكار (Innovation):

1-1-التعريف اللغوي للابتكار: اشتقت كلمة ابتكار حسب معجم لسان العرب لابن المنظور من كلمة ((بكر البُكرَةُ: العُدُوَّةُ، والابْتِكَارُ: اسم البُكَرَةِ كَالِإِصْبَاحِ، وَابْتَكَرَ الرَّجُلُ: أَكَلَ بِأَكْوَرَةِ الْفَاكِهَةِ، وَابْتَكَرَ: أَذْرَكَ الْخُطْبَةَ مِنْ أَوَّلِهَا وَهُوَ مِنَ الْبُكَورَةِ¹)). ان كلمة "إِبتِكَار" تدل على "الْوَقْتُ" وهي متعلقة بالفعل والنشاط من حيث وقت قيام الفرد به وليس بإيجاد أو إنشاء شيء معين.

1-2-التعريف الاصطلاحي للابتكار: للابتكار مفاهيم متعددة حسب المجالات التي ينشط فيها فهناك الابتكار في الصناعة وفي الإدارة والتنظيم ومختلف الخطط الاستراتيجية، وفي المجال المالي....الخ، ونركز هنا على الابتكار في مجال الأدوات المالية.... كالتالي:

التعريف الأول للابتكار: وهي الأفكار المطبقة بنجاح، في مختلف المنتجات الصناعية والصحية والخدمية كمنتجات الجديدة².
التعريف الثاني لابتكار: يعتبر الابتكار من أهم المؤثرات التي ترفع من كفاءة المنظمة وتساعد على ربط علاقة التفاعل بين المنظمة وبيئتها، كما تساهم على إيجاد الحلول للمشاكل والتحديات الداخلية والخارجية للمنظمة ومنه مواكبتها للتغيرات الحاصلة في السوق وبيئة العمل، ويعتبر رأس المال الفكري هو جوهر العملية الابتكارية، والابتكار هو مرحلة تالية للاختراع إذ يعد هذا الأخير هو عملية إيجاد فكرة جديدة، فإن الابتكار كيفية تحويل تلك الفكرة إلى منتج أو عملية أو ممارسة جديدة يكون لها تأثير على المنظومة الاقتصادية والمالية³.

التعريف الثالث للابتكار: الابتكار هو الأشكال الجديدة للمنظمة الصناعية الخالقة لتكوين الرأسمالي، ويعتبر عقلية ديناميكية إحدى متطلباتها التفكير بالابتكار، وكأحد مدخلاتها لتطوير الأفكار الجديدة أو إنشاء استخدامات جديدة للمنتجات الموجودة بشيء أفضل منها⁴.

2-تعريف الابتكار المالي:

التعريف الاول: يقصد بالابتكار المالي هو عملية إنشاء وتعميم للأدوات المالية، ومختلف التقنيات المتعددة الأشكال والمؤسسات، والعمليات والنماذج الاقتصادية الجديدة القابلة للتطبيق، بما في ذلك التطبيقات الجديدة لأفكار كانت موجودة ولكن في قالب ابتكاري جديد¹.

¹ - ابن المنظور، "لسان العرب"، مرجع سابق، ص- ص: 332- 333

² - مارك دود جسون، وديفيد جان، ترجمة زينب عاطف سيد، "الابتكار"، الطبعة الأولى، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، القاهرة، مصر، 2014، ص: 24

³ - عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2019، ص: 12

⁴ - عبد الصمد سعودي، بن لخضر مسعودة، " أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية . دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار الفرصة"،

بحث منشور في مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمه لخضر، بالوادي، الجزائر، جوان 2017، ص: 120

التعريف الثاني: يعرف الابتكار المالي كونه اجتهاد فكري خاص يساهم في إحداث تغيير جذري في المجالات المالية على المستويين الكلي والجزئي، يجمع بين الابتكار المعرفي والعمل المبدع الذي له القدرة على التطبيق العملي لهذه الأفكار الجديدة التي يقودها أفراد متميزون، بحيث تحقق النفع للمجتمع ككل أو المنظمة العاملين فيها من خلال الوصول إلى إيجاد الحلول المناسبة لمختلف العوائق والمشكلات المالية، أو الصعوبات التي تعرقل التطور في مختلف المجالات المالية، وذلك عن طريق تلبية وإشباع الحاجيات القائمة أو محاولة إستغلال الفرص أو الموارد المعطلة².

التعريف الثالث: الابتكار المالي هو العملية التي يمكن بواسطتها أن تقوم البنوك أو مختلف الوسطاء الماليين بزيادة أرباحهم، والتقليل من حدة المخاطر المرتبطة بعمليات الوساطة المالية، وتجنب القيود التي تشترطها السلطات المالية في الإقراض، ومواجهة المنافسة من الوسطاء الماليين في السوق المالي³.

التعريف الرابع: كما يرى الابتكار المالي من ناحية المنهج المتبع فيه أي:

أ- مجال ضيق يعرف الابتكارات المالية على أنها الجديد المبتكر في الأدوات المالية، (أدوات جديدة تماماً، مزيج من الأدوات التقليدية)؛

ب- مجال أكبر، تعد الابتكارات المالية أي تطور أو جديد في أهم مكونات النظام المالي (القوانين التنظيمية، الأسواق المالية، المؤسسات المالية، الأدوات المالية الاستثمارية)⁴.

التعريف الخامس: ((يمكن تعريف الابتكار المالي على أنه القدرة على إنشاء أدوات مالية جديدة، تقنيات، المؤسسات والأسواق. يشمل المؤسسات (الأنواع الجديدة من الشركات المالية)، المنتج (كالأنواع الجديدة من المشتقات أو الأصول المورقة...)، والعملية (كالخدمات المصرفية عبر الانترنت أو الخدمات المصرفية عبر الهاتف أو غيرها من أشكال المعلومات أو الاتصالات التكنولوجية)⁵)).

التعريف السادس: كما يعرف الابتكار المالي على أنه: ((مجموعة من الاجراءات والتدابير التي مؤداها تلبية احتياجات المجتمع المالي: سواء إعادة تأهيل منتجات قائمة، أو تطويرها، أو تصميم منتجات بديلة مبتكرة، تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق⁶)).

من خلال التعريفات السابقة يمكن أن نلاحظ على أنه:

لا يمكننا توحيد كل تعريفات الابتكار المالي نظراً للتعقيدات المتنوعة للابتكار في قطاع الخدمات المالية للمنتج أو الإدارة أو الطريقة، لأن كل منها له مميزات وخصائص مختلفة ترتبط بوظيفة الابتكار وعملية تطبيقه في الميدان من التسويق إلى السوق المستهدف إلى نوعية العملاء وطبيعة النظام المالي نفسه وبنيتة التحتية المحركة له، غير أنه يمكن الالتقاء حول جوهر فلسفة الابتكار المالي وهي: ((الابتكار المالي هو القدرة على الابداع في الأفكار المالية وتطبيقاتها الميدانية في البنوك والمؤسسات المالية لتصبح ابتكاراً لأدوات مالية أو تقنيات أو مؤسسات أو أسواق جديدة لزيادة الأرباح والتقليل من المخاطر))

¹ Peter Tufano; "Financial innovation and first- mover advantages", Journal of financial Economics, vol25, Issue2, 1989, pp213-24 (econpapers. Repec. Org) 18-09-2020

² - موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد"، المؤتمر الدولي حول: "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية" يومي 6-5 ماي 2015، بجامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، ص: 6

³ - Sobreira Rogério, Innovation financière Etinvestissement Le cas de La titrisation Innovations, Graduate School of Business, vol 1, N°:19, Getutio vargas Foundation, Brazil, 2004, p:115

⁴ - Joanna Blach, "Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System- Identification and Systematization of the proplem", University of Information thechnology and M'anagmenet Financial Internet quarterlye- Finanse vol 7, N°:3, 2011, Rzeszow, Poland, P:19

⁵ - Marek Dabrowski, "Potential Impact of Financial innovation on financial services and monetary policy", case Reports N°488, center for social and Economic Research, warsaw, Poland, 2017, P:06

⁶ - سامر مظهر قنطقجي، "فقه الابتكار المالي بين التثيت والتهافت- أصوله- قواعده- معايير"، الطبعة الثانية، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2016،

3-أنواع الابتكارات المالية:

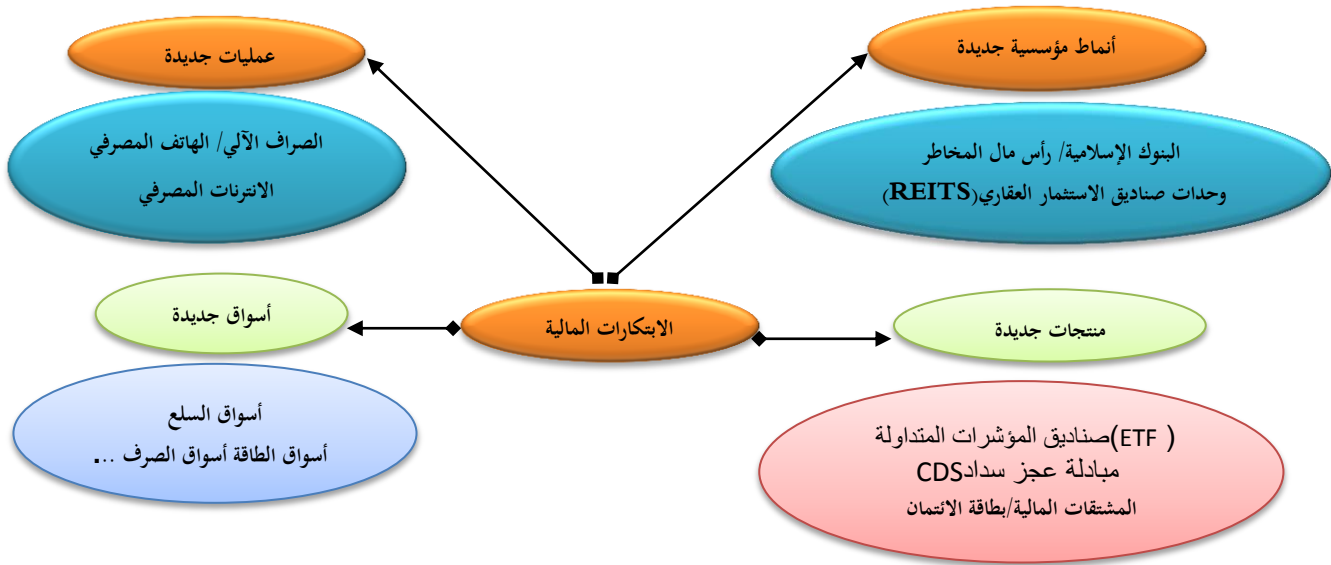
للابتكارات المالية عدة أنواع منها ما تعلق بالنظام المالي، وأخرى ترتبط بالابتكارات العملية، وبعضها يتضمن إدراج أدوات مالية جديدة وهي على النحو التالي:¹

3-1- الابتكارات المؤسسية (ابتكارات تتعلق بالنظام المالي): هي الابتكارات التي تعمل على إيجاد أنواع جديدة من مؤسسات الوساطة المالية أو تغييرات جوهرية في نظم الإشراف والقانون، بما يؤثر على مجمل القطاع المالي ومنه على هيكل المؤسسة التنظيمي.

3-2- الابتكارات العملية: يعمل هذا النوع من الابتكارات على إدراج أنواع عمليات تجارية جديدة تؤدي إلى كفاءة أعلى، وتوسع السوق.... ومن أمثلتها استخدام تطبيقات الكمبيوتر في المعاملات المالية وفي قواعد البيانات للعملاء.

3-3- ابتكارات في المنتجات المالية: يدرج هذا النوع من الابتكارات المالية في المنتجات بهدف التجاوب مع تغييرات الطلب في السوق أو بهدف تحسين الكفاءة ومن بين أنواعها هو إدراج أدوات مالية جديدة قادرة على استقطاب المزيد من الأموال للمؤسسة أو تساعد على تحسين توزيع الموارد المالية أو منتج تأميني أو إيجاري أو غيرها من المنتجات، كما يعد اكتشاف أو القدرة على إيجاد أسواق جديدة ومن بين الابتكارات وحدات صناديق الاستثمار العقاري (REITS).

شكل رقم (6-1):أنواع الابتكارات المالية



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكارات في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص 27

ملاحظة: صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) / مبادلات عجز السداد (CDS) / سندات الدين المضمونة (CDO)

وحدات صناديق الاستثمار العقاري (REITS)

4-وظائف الابتكارات المالية:

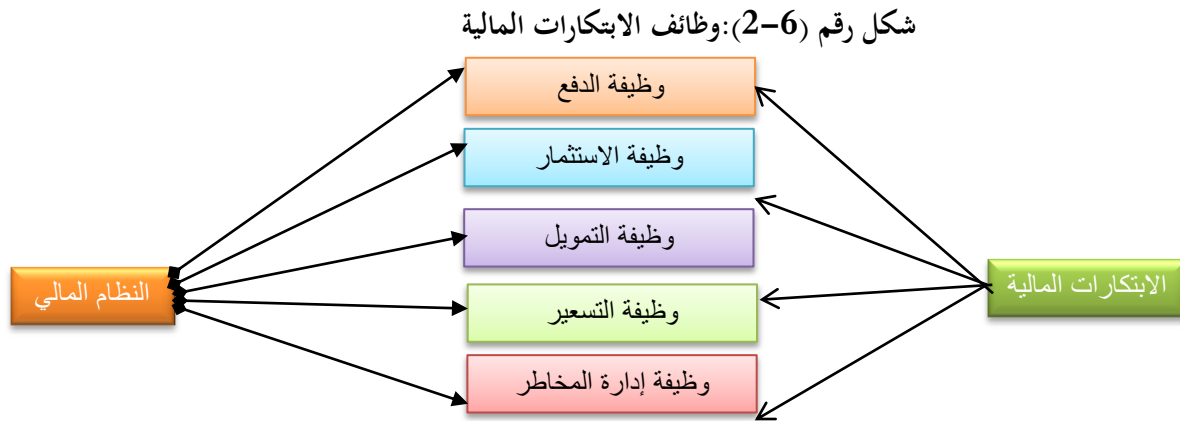
تلعب الابتكارات المالية مجموعة من الأدوار يمكن حصرها كالتالي:²

1- نقل المخاطرة: للحد من المخاطر أو الحماية ضد جميع أنواع مخاطر السوق: كمخاطر الأسعار، مخاطر الصرف، أو مخاطر أسعار الفائدة، أو مخاطر الائتمان (عن طريق استخدام المشتقات أو عمليات التوريق أو الضمانات)؛

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكارات في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص-ص: 26-27

²-Joanna Blanch, Financial.....,op, cit, p:24

- ٢- تسعير المخاطر: يمكن استبعاد المخاطر التي تنطوي عليها أداة مالية يتم تسعيرها والاحتفاظ بها والمتاجرة بها بشكل منفصل عن المخاطر الأخرى لهذه الأداة (على سبيل المثال بواسطة المعاملات في الأسواق الثانوية لـ (CDOs) أو (ABs) ؛
- ٣- تعزيز السيولة: زيادة سيولة الأصول أو الأدوات (مثال: عن طريق عملية التوريق يمكن تداول القروض في الأسواق الثانوية والأصول، ويمكن تحسين هيكل مؤسسات الاقراض)؛
- ٤- تعزيز توليد الائتمان: توسيع الوصول إلى أسواق الائتمان أو زيادة القدرة الائتمانية لكل من المقترضين والدائنين (مثال: استخدام التزامات الدين المضمونة أو (CDS) ؛
- ٥- توليد الأسهم: زيادة تقييم تمويل رأس المال جنباً إلى جنب مع مرونة أعلى في هيكل رأس المال (مثال: عن طريق استخدام مقايضات الديون وحقوق الملكية أو قابليتها للتحويل)؛
- ٦- التأمين: توسيع إمكانيات التأمين ضد المخاطر مقابل دفع أقساط التأمين (مثال: يمكن التأمين على المخاطر الائتمانية من خلال إصدار مقايضات الائتمان)؛
- ٧- إدارة الأصول والخصوم: توسيع نطاق إدارة الأصول والخصوم (مثال: التوريق، الإيداع النقدي، التزامات الدين المضمونة)
- ٨- تمويل المؤسسات المالية: توسيع مصادر تمويل المؤسسات المالية (مثال: يمكن التوريق من تنويع مصادر الأموال التي يستخدمها القطاع المالي لتمويل نشاط المؤسسات) يعد التقسيم الوظيفي للابتكارات المالية من أفضل الطرق لمعرفة آثارها على مختلف الوظائف العملية، ويمكن حصرها في المخطط أدناه التالي:



Source: Joanna Blach, Financial Innovations and Their Role In The Modern Financial System Identification and systemationzation of the proplem, “university of Information Technology and management Financial Internet quarterly- Finanse, vol 7, N°3, 2011, Rzeszo'w, Poland, p24

ويلاحظ من خلال هذا التصنيف، هو إمكانية الابتعاد عن أغلب التعقيدات وأخذ بعين الاعتبار الافتراض الذي يعزز أن الابتكارات المالية تدعم كفاءة النظام المالي للوفاء بوظائفه الأساسية، ولهذا يمكن أن تصنف الابتكارات المالية بنفس الكيفية التي يصنف بها النظام المالي، على النحو التالي:

- ١- وظيفة الدفع: هي زيادة السيولة للنظام المالي.
- ٢- وظيفة الاستثمار: زيادة متنوعة لمجموعة من الفرص الاستثمارية التي تمت دراستها وتحديد أخطارها بشكل دقيق؛
- ٣- وظيفة التمويل: زيادة مصادر الأموال إما أسهم أو رأس مال ديون، لفترة قصيرة أو طويلة المدى؛
- ٤- وظيفة التسعير: تحسين عملية تقييم الأصول وتسعير المخاطر من خلال الأساليب الإحصائية؛

5- خطر وظيفة الإدارة: زيادة إمكانيات نقل المخاطر بين المشاركون في النظام للتقليل من ثقله على جهة واحدة؛

5- القيمة المضافة للابتكار:

يتضمن الابتكار بداخله ظاهرة التغيير الذي يعني عدم الاستقرار الذي يهز أركان أي منظومة اجتماعية أو اقتصادية أو مالية أو علمية أو سلوكية، وهذا يعني أنه لا يطلب لذاته وليس هدفا في نفسه، بل هو آلية مبتكرة جديدة لإعطاء قيمة مضافة في المجال المبتكر فيه.

لا تتبع قيمة الابتكار من درجة غرابته أو جدته، بل من آثاره المالية والاقتصادية الإيجابية، وعليه كانت المشتقات المالية في عمومها محل انتقاد على الرغم مما تضمنته من الابتكار غير العادي، وهذا بسبب آثارها الاقتصادية السلبية الكبيرة¹.

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية 2007، ص 107

المطلب الثاني: الابتكار المالي الإسلامي

تمهيد:

جاء الإسلام لينظم حياة الأفراد على مختلف الأصعدة الاجتماعية، واقتصادية ومعاملات مالية وغيرها.... ووضع لها ضوابط محكمة في القرآن أو السنة الصحيحة واجتهادات علمائه، وخلق بها حدود وكونت بيئة مثالية للابتكار والابداع الإيجابي المبني على قواعد الشريعة الإسلامية وحث القرآن الكريم في العديد من الآيات على أهمية التفكير والتدبر، وانتقد التقليد المباشر للآباء والأجداد ولو كان مخالفا للعقل والمنطق.

إن المالية التقليدية بأدواتها ونظمها ومدارسها وأسواقها بمظهرها الحالي، لم تصل الى هذا الواقع إلا بعد قرون من التطوير والممارسة العملية لمختلف المعاملات المالية والمنافسة الشديدة التي يتبناه النظام الرأسمالي (مبدأ دعه يعمل دعه يمر لآدم سميث) كان لها دور كبير في خلق ابتكارات وإبداعات عديدة طورت النظام الحالي بماله من إيجابيات وما عليه من سلبيات، فظهرت المالية الإسلامية في العقود الأخيرة محاولة محاكاة المالية التقليدية وتبنيها لكثير من النظم والتشريعات وصقلها وضبطها في قالب الضوابط الشرعية الإسلامية، احتاجت إلى زمن كبير (وخاصة بعد بروز الأزمات المالية المتعددة التقليدية) فبدأت بالمصارف ومحاولة إنشاء أسواق مالية إسلامية بالنظم والأدوات والمؤشرات الحديثة المتطورة.

وما كان لهذا الجهد أن يرى النور في المعاملات التطبيقية إلا بظهور ابتكار لأدوات مالية إسلامية كالصكوك، والصناديق الاستثمارية الإسلامية، والمؤشرات الإسلامية، والمشتقات المالية الإسلامية.

لعب الابتكار الإسلامي دورا كبيرا في تطوير الآليات الفية للأدوات المالية الجديدة وكسب ثقة المتعاملين الماليين بها، ولهذا كان الابتكار المالي الإسلامي مفهوما خاصا تضبطه قواعد الشريعة الإسلامية، وأسباب اقتصادية ومالية تركز على مبادئ الاقتصاد الإسلامي يمكن توضيحها في الآتي:

1- مفهوم الابتكار المالي الإسلامي: وُجِدَ للإبتكار المالي الاسلامي عدة تعريفات نذكر أهمها:

التعريف الاول: ((الابتكار المالي هو مجموعة الإجراءات والتدابير التي مؤداها تلبية احتياجات المجتمع المالي: سواء بإعادة تأهيل منتجات قائمة، أو تطويرها، أو بتصميم منتجات بديلة مبتكرة، تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق، ضمن قواعد الشريعة الإسلامية وضوابطها¹)).

التعريف الثاني: ((مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات، كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي²)).

التعريف الثالث: ((تصميم وتطوير أدوات وآليات تمويله متميزة عن تلك الأدوات والآليات السائدة من حيث المصادقية والكفاءة الاقتصادية والمثالية والميزة التنافسية، وصياغة حلول إبداعية معقولة للمشاكل والتحديات واستغلال الفرص التمويلية، كل ذلك في إطار المعايير والضوابط الشرعية³)).

2- خصائص الابتكار الإسلامي: ويلاحظ من التعاريف السابقة أنها تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة التمويلية⁴:

¹ - سامر مظهر قنطقجي، "فقه الابتكار المالي بين الثبوت والتهافت - أصوله - قواعده - معايير"، مرجع سابق، ص: 28
² - بوحرب حكيم، "دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي - قانون الصكوك المالية الأردني نموذجاً"، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، المنعقد يومي 5-6 ماي 2014، ص: 101
³ - علي محمد أحمد أبو العز، "الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي"، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات المالية، 2016، المتصفح يوم 24 حانفي 2020 على الموقع www.kantakji.com، ص: 17
⁴ - نفس المرجع، ص-ص: 17-18

1- إيجاد ابتكارات وحلول إبداعية ذات كفاءة عالية للعديد من المشاكل التمويلية، كتصميم أدوات تدير السيولة النقدية في جانبي العرض والطلب، أو أدوات مالية تعمل آلياتها للتحوط ضد مخاطر الاستثمارات، والديون والتأخرات الغير مسددة، أو ابتكارات أساليب جديدة تمكن من استغلال فرص استثمارية أو موارد مالية معطلة؛

2- ابتكار آليات تمويلية ذات عوائد مجزية، وكلفة متدنية، (تحقق الكفاءة المالية والاقتصادية)؛

3- ابتكار أدوات ومنتجات ميزتها الحداثة حسب تطور المتغيرات المالية والاقتصادية، وعلى حسب الاحتياجات والمتطلبات القائمة؛

4- ضبط جميع العمليات الابتكارية إلى أسس وقواعد وضوابط ومقاصد مستسقة من النصوص الشرعية والمصادر الفقهية الصحيحة (وهذا ما يصطلح عليه بالمصادقية أو السلامة الشرعية)؛

3- معوقات الابتكار المالي (التمويلي) الإسلامي: يجد الابتكار المالي الإسلامي جملة من المعوقات التي تحتاج من العاملين في الحقل المالي الإسلامي مضاعفة الجهد في التعمق في مختلف الأحكام الشرعية ومقاصدها لتجاوز هذه التحديات التي يفرضها النظام المالي الحديث الذي نشأ في بيئة تقليدية بعيدة عن الضوابط الشرعية¹. ويمكن ذكر أهم معوقات الابتكار التمويلي الاسلامي على النحو الآتي:

1- يفتقد التمويل الإسلامي إلى البيئة المساعدة الضرورية لنموه ونجاحه وصعوبة منافسة البنوك التقليدية الربوية المستحوذة بنظمها وآلياتها وقوانينها على أغلب المجالات الاقتصادية والاجتماعية، إضافة إلى التطبيق المتجزأ لمبدأ تحريم الربا بمختلف أنواعه والحدود على مستوى البلد الواحد بمجموعة قليلة من البنوك الإسلامية، يجعل من العسير على التمويل الإسلامي أن يحقق نفس الأهداف والمكاسب الربحية التي بإمكانه تحقيقها لو عمل ضمن منهج اقتصادي لا ربوي شامل وجامع لكل مرافق الحياة.

2- ضعف وقصور واختلاف التنظيم الفقهي عن إيجاد الإجابة الكافية عن الكثير من الأسئلة الأساسية الشائكة، وعن معالجة العديد من الإشكاليات الشرعية في التعامل مع طلبات التمويل المتنوعة (واختلافها عن الصيغ المالية المتعارف عليها)، وعن إيجاد حلول متوافقة مع الشريعة للحاجات التمويلية الضرورية، نظراً لأن التنظيم الفقهي لم يأخذ في توقعاته الواقع الكبير للإحتياجات المالية الحديثة، وما تفرضه من ضغوطات وشروط وخصوصيات خاصة بالتمويل الاسلامي ولم يشخص بعمق القضايا الضرورية بواقعية أكبر لواقع الحال، ولم يقدّر باختبارها بمرونة اجتهادية مقبولة.

3- حداثة الأسواق المالية الإسلامية ومحدوديتها في العالم العربي والإسلامي، وصغر حجمها (اعتبارها من الاسواق الناشئة)، وضعف آلياتها، وعدم قدرتها على متابعة التطورات المتسارعة في عالم المال، واستحداث واستخلاص أفكار وابتكارات لمنتجات جديدة، والخوف من خوض غمار تجربة المنتجات الجديدة واختبارها، ومواجهة المخاطر، كل هذا جعل المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف وأسواق مالية تتمسك بالمنتجات القديمة .

¹ - علي محمد أحمد أبو العز، " الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي"، مرجع سابق، ص-ص: 22-23.

المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية:

تمهيد:

كثيراً من الأدبيات والكتابات في المالية والاقتصاد تعبر عن الابتكار المالي بالهندسة المالية، وهذا راجع إلى تعقيد المفهومين وارتباطهما ببعضهما إلى حد يصعب فصلهما عن بعضهما، ولا يمكن الحديث عن هندسة مالية مهما كانت درجة تطورها وقدرتها على هندسة أدوات مالية جديدة بدون وجود ابتكارات في المجال والفكر المالي، غير أنه لتوضيح أهمية الفكرة أكثر يجب أن تُعرّف الهندسة المالية وخصائصها ومميزاتها وأهميتها وأهدافها.

1-تعريف الهندسة المالية (Financial Engineering):

1-1-التعريف اللغوي للهندسة: ((الهنداز، بالكسر: الحُدُّ، مُعَرَّبٌ، أَصْلُهُ أَندَزَةٌ، بالفتح، ومنه: المَهْنَدِرُ: لمقدر مجاري القُني والأبْنِيَّة))¹.

((الهندِسُ، بالكسر: الجَرِيءُ من الأَسْوَدِ، و- من الرجال: المُنَجَّرَبُ الجَيِّدُ النَّظَرُ وهُنْدَسُ الأمرِ، بالضم: العالمُ به، ج: هُنْدِسَةٌ والمُهْنَدِسُ: مُقَدِّرُ مجاري القُنيِّ حيث تُحْفَرُ، والاسم: الهُنْدَسَةُ، مُشْتَقٌّ من الهندازِ، مُعَرَّبٌ أب أنداز، فَأُبْدِلَتِ الرَّاي سِينًا لأنه ليس لهم دالٌ بَعْدَهُ زاي))².

الهندَوُزُ: رجلٌ هندَوُزُ: مجرَّبٌ جيّدُ النظرِ صححه، هَنَادِرَةٌ (ج): ويقال هم هَنَادِرَةٌ هذا الأمرُ: عُلَمَاءُ به، هُنْدَسَ: الرَّجُلُ القُنيُّ والأبْنِيَّةُ والآلات ونحوها: هُنْدَزَهَا، الهُنْدَسَةُ: العلمُ الرياضيُّ الذي يبحثُ في الخطوط والابعاد والسطوح والزوايا والكميات.³

1-2- التعريف الاصطلاحي للهندسة: لا يختلف التعريف الاصطلاحي للهندسة عن مفهومها الاصطلاحي بل مشتق منه، غير أنه تتفرع عنه العديد من المجالات والتخصصات العديدة التي ظهرت بعد تطور علم الرياضيات واخذت التعاريف الآتية: ((الهندسة التطبيقية (العملية): فن الاستفادة من المبادئ والأصول العلمية في بناء الأشياء وتنظيمها وتقويمها، وهي أنواع كثيرة منها: الهندسة المعمارية، وهندسة الطرقات والجسور، والهندسة الميكانيكية والهندسة الزراعية وغيرها،

الهندسة النظرية: المبادئ والأصول العلمية المتعلقة بخواص المادة ومصادر القوى الطبيعية وطرق استخدامها لتحقيق أغراض مادية.))⁴

وكلما تشعبت فروع البحث العلمي إلا وتبعته تفرعات استعمالات الهندسة المستوية، الهندسة البشرية، الهندسة الكهربائية، الهندسة الكيميائية، الهندسة الميكانيكية، الهندسة الفضائية، الهندسة التحليلية، الهندسة الهوائية، هندسة الجينات الزراعية، هندسة البترول والمعادن إلى وصولنا إلى استعمالها في المجالات الأعمال والمالية(الهندسة المالية).

1-3- الخلفية الفلسفية للهندسة المالية: تقوم فلسفة الهندسة المالية على تطوير العديد من الأدوات المالية الجديد، لتساعد المتعاملين داخل الأسواق المالية على التأقلم مع الظروف المعقدة والتغير السريع الذي تتميز به هذه الأسواق، وخاصة بعد التطورات التكنولوجية الكبيرة التي أعطت بعداً عالمياً في الاتصال والحصول على المعلومات، وهذا كله سيؤثر على التنبؤ الدقيق لتغيرات المؤشرات المالية، والتي بدورها ستؤثر على عمل وتطور الشركات، ومن ثم زيادة عدم التأكد التي تزيد من احتمالية المخاطر الداخلية والخارجية التي تواجهها الشركات والأسواق المالية على حد سواء. والشكل أدناه يشرح جوهر فلسفة الهندسة المالية:

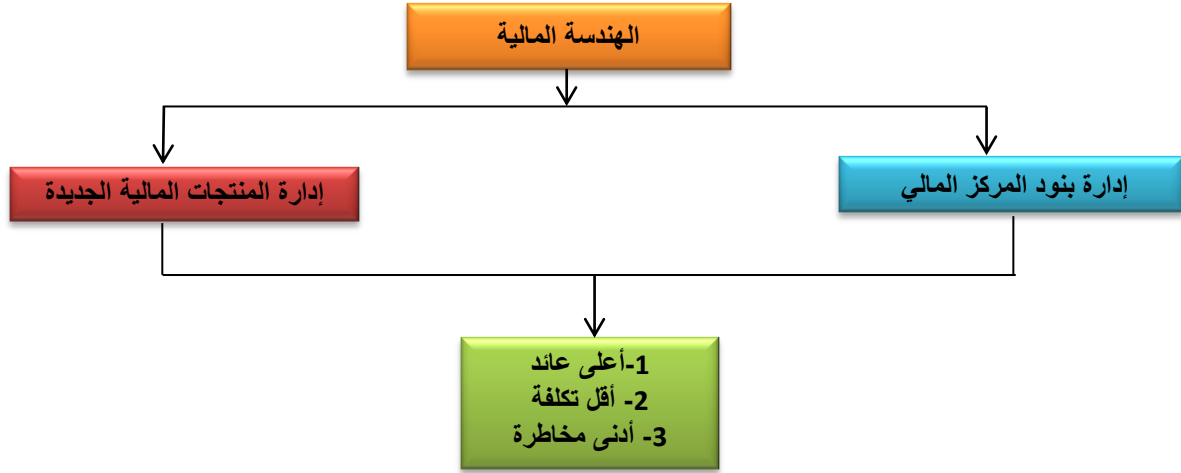
¹ - محمد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، " القاموس المحيط"، مرجع سابق، ص: 1712

² - نفس المرجع، ص: 1713

³ - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط" مرجع سابق، ص: 997

⁴ - أحمد مختار عمر، "معجم اللغة العربية المعاصرة"، الطبعة الأولى، المجلد الأول، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2008، ص-ص: 2370-2371

الشكل رقم (3-6): فلسفة الهندسة المالية



المصدر: شقيري نوري موسى، "إدارة المالية - الهندسة المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015، ص: 24

ويلاحظ من خلال الشكل اعلاه أن الهدف الرئيسي للهندسة المالية هو:

الإدارة الجيدة لبنود مكونات المركز المالي، والمنتجات المالية الجديدة، لتحقيق أعلى ربحية للشركة بأقل تكلفة ممكنة وبأدنى مخاطر داخلية (غير منتظمة) أو خارجية (منتظمة)، أو تشريعات وقوانين تنظيمية مفاجئة.

1-4- تعريف الهندسة المالية: تعتبر الهندسة المالية الأكثر قدرة على جعل الابتكارات الجديدة في قطاع المالية أكثر تطبيقاً عملياً سواء في النظم المالية للمصارف أو الأسواق المالية وأدواتها المختلفة، لتحقيق كفاءة اقتصادية أفضل، وتوسيع فرص تقاسم المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتشجيع تبني العمليات التمويلية المبتكرة وحل المشاكل المالية للشركات، واحتياجات طالبي التمويل.

وهناك عدة تعريفات للهندسة المالية، تحدد مفهومها وآليات عملها ومميزاتها، ومحاذيرها:

التعريف الأول: تعرف الهندسة المالية على أنها ((استخدام استراتيجيات إدارة المخاطر للتحوط من المخاطر التي تواجه الشركات طيلة فترة نشاطها.))¹

التعريف الثاني: ((فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة، وتقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال.))²

التعريف الثالث: ((تهدف الهندسة المالية إلى خلق أدوات مالية جديدة أو إعادة هيكلة لضخ تدفقات نقدية تحتاجها الاستثمارات القائمة أو الجديدة، وقد تعالج إشكالية تحديد كيفية تخصيص الأموال لمختلف الاستخدامات من زيادة عائدات الاستثمار.))³

التعريف الرابع: كما تعرف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية :

((الهندسة المالية مصطلح يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة عملية، ويأخذ مثل هذا التحليل عادة

¹ - Kotby, Hussein, "Financial Engineering for Islamic Banks": The option Approach Comment by Sami Al Swailem J. KAU: Islamic Economic, Vol 8, Saudia Arabia, 1996, p:63

² - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق" المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 13

³ - Masudul Alam choudhury, "Islamic critipue and Alternative to Finacial Engineering" Issues Comment by Zubair Hasan, Islamic Economic Studies, Vol 22, N°2, L'Institut Islamique de Recherche et de Formation, Jeddah, Saudi Arabia, 2009, p:256

شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها) خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات، وأسهم المستقبلات، والأدوات المستحدثة.... ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين، لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.¹

التعريف الخامس: كما تعرف الهندسة المالية من وجهة نظر منشآت الأعمال بأنها: ((الهندسة المالية أداة تعني بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية)).²

التعريف السادس: كما تعرف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية: ((الهندسة المالية عبارة عن أدوات مالية تتصف بأنها شديدة المخاطر إلا أنها (أي الأدوات المالية) تستخدم للحد من المخاطر والتحوط، وبالتالي فإن استخدامها لهذه الأدوات يقصد منه تعظيم العوائد وبنفس الوقت الحد من المخاطر أو تجنبها)).³

يمكن من خلال التعاريف السابقة حسب وجهة النظر المعتمد عليها من استنتاج التعريف الشامل التالي: ((للهندسة المالية مجالات واسعة وغير محددة فبعضها يخص منشآت الأعمال، وأخرى بالإدارة المالية وهيكلتها ونظم تسيرها، وبعضها الآخر يتعلق بالأسواق المالية وأدواتها المبتكرة الجديدة، ودورها في الحد والتحوط من المخاطر المتعددة لمختلف المعاملات المالية، ومن القدرة على رفع معدل العائد وزيادة رأس مال المنشأة ورفع قدرتها التنافسية داخل أسواق السلع أو المال)).

2-أسباب ظهور الهندسة المالية:

لا بد أن نركز على أن وجود ونشوء الابتكار المالي مَهَّد إلى ظهور الهندسة المالية، وهناك عدة أسباب يمكن سردها كالتالي:⁴

- 01- القيود القانونية والتقنية أو الاجتماعية؛
 - 02- الاحتياجات المتنوعة للمستثمرين وطالبي التمويل؛
 - 03- تقنية المعلومات وتوسع مفهوم السوق؛
 - 04- ظهور مفهوم الكفاءة والفعالية؛
 - 05- زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديد (كسوق المشتقات)؛
 - 06- زيادة تنوع المخاطر والحاجة إلى إدارتها والتحوط منها،
 - 07- محاولة الاستفادة من النظام المالي ومن وظائفه الرئيسية التالية:
 - أ- تعبئة الموارد المالية وطرق توزيعها؛
 - ب- إدارة المخاطر بأنواعها المختلفة؛
 - ج- لإستخراج المعلومات والتحكم فيها لدعم اتخاذ القرارات؛
 - د- محاولة التحكم في الخطر الاخلاقي ومشاكل عدم تماثل المعلومات؛
 - هـ- لتسهيل بيع وشراء السلع والخدمات من خلال خلق أنظمة وطرق دفع مختلفة ومتنوعة؛
- 3-محيط نشأت الهندسة المالية:**

¹ - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 25

² - نفس المرجع، ص: 25

³ - نفس المرجع، ص: 25

⁴ - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص- ص: 28- 31

كانت لبداية الستينات من القرن الماضي، تغيرات جذرية في مجال الابتكارات المالية يمكن ذكرها على النحو التالي¹:

1- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق رأس المال، مما أدى إلى زيادة السيولة في السوق، وإتاحة المزيد من التمويل بواسطة جذب مستثمرين جدد؛

2- إيجاد أدوات وطرق لإدارة المخاطر والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية، كما تتعرض الشركات في الأساس وبشكل عام إلى أربعة أنواع رئيسية من المخاطر المالية تتمثل في ما يلي:

أ- مخاطر سعر الفائدة وتغيراتها؛

ب- مخاطر سعر الصرف؛

ج- مخاطر التقلب في أسعار الأسهم (حقوق الملكية في شركات المساهمة)؛

د- مخاطر أسعار السلع؛

3- تطوير أدوات المراجعة في الأسواق مما أدى إلى تحسين التكاليف ورفع العائد، والقدرة على الانفتاح على الأسواق العالمية؛

4- أدى تعدد وتنوع وتحدد أدوات الاستثمار (المشتقات المالية) إلى تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار؛

4-مجالات ومهام الهندسة المالية:

4-1- معالجات الهندسة المالية: تعالج الهندسة المالية مجموعة من المشاكل تحدد مجالاتها على النحو التالي²:

1- تسعير المشتقات: يقع طلب متزايد على الأوراق المالية المشتقة والتي تكون عوائدها مستمدة من متغيرات أساسية مثل أسعار الأوراق المالية الأخرى، إن عملية بيع هذه الأوراق المالية المشتقة بحاجة إلى تحديد الثمن التبادل المجزي لتعظيم الأرباح وتقليل المخاطر.

2- إدارة المخاطر: إن المدير الذي يدير محفظة مؤسسية يجب أن يكون قادراً على قياس ومراقبة مخاطرها للتمكن من حسن إدارتها وإرضاء كل رؤسائه، المستثمرين والمنظمين.

3- تحسين محفظة الأوراق المالية: يرغب الأفراد والمؤسسات في اختيار الاستثمار الأمثل لتحقيق أهدافهم المالية، وبالتالي هم في حالة بحث مستمر عن المعلومات الجديد المؤثرة والمنعكسة على أسعار الأوراق المالية الحالية لتحقيق أرباحا باعتبارهم هم الأوائل في اكتشاف والحصول على هذه المعلومات.

كما يضاف إلى مجال الهندسة المالية الآتي³:

4- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والاقراض؛

5- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني؛

6- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني؛

7- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين؛

4-2- مهام الهندسة المالية: أما عن مهام (مسؤوليات) الهندسة المالية بالنسبة الى مؤسسات الأعمال فيمكن تحديدها في الآتي⁴:

1- التحليل والتخطيط الماليين، وتنظيم المنظومة المالية وإعادة هيكلتها وتنظيمها وفق التغير مناخ الاستثمار وتقييم الاحتياجات

¹ - نفس المرجع، ص- ص: 27-28

² - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص- ص 32-33

³ - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 226

⁴ - نفس المرجع، ص 33 (شقيري نوري موسى)

الرأسمالية والزيادة في رأس المال،

٥٢- إدارة هيكل الأصول النقدية: كمحفظة الأوراق المالية سريعة التسويق، وأوراق القبض، والمخزونات، والآلات والأصول الثابتة؛

٥٣- إدارة وتنظيم هيكل التمويل، وقرارات تمويل الأصول عن طريق القروض القصيرة الأجل وطويلة الآجال ونسب رأس المال بالنسبة لعملية الاقتراض؛

٥٤- إدارة المنتجات المالية ومشتقاتها؛

5- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

الاختلاف الجوهرى بين مفهوم الهندسة المالية التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية يكمن في أن هذه الأخيرة تلتزم بكل بضوابط الشريعة الإسلامية من حيث القيود وإبرام العقود، ومن الناحية التقنية هو الالتزام بمبادئ وأهداف الاقتصاد الإسلامى المبني على التصور العام للتعاملات الاقتصادية والمالية للأفراد و المؤسسات، ولهذا سنركز على:

تحديد تعريف شامل لمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، و أنواعها وخصائصها وأهدافها، وأهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية وأثرها على مختلف مكونات أداء السوق المالية الإسلامية.

5-1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية: يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها:

((مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكُلِّ من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل الإسلامي، وكل ذلك في إطار مواجهات الشرع الحنيف¹)).

كما تعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: تصميم وابتكار في إطار الضوابط والشروط المحددة في الشريعة الإسلامية².

كما تعرف ب: على أنها عملية تطوير منتجات مالية جديدة للمالية الإسلامية وصناعة تطبيقات خدمية التي تعمل على تكرار الآثار الاقتصادية للمنتجات المالية التقليدية في إطار طرق متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية³.

ونستنتج من خلال التعريفين السابقين أن:

- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية لا يختلف من حيث الجوهر عن التقليدية، وهو الحث على الابتكار المبدع القادر على إيجاد أدوات مالية جديدة تواكب التطورات والتغيرات المتسارعة في الأسواق المالية الدولية، إلا أنها (الهندسة الإسلامية) تختلف عنها من حيث الآليات والأهداف، حيث يجب أن تتوافق الآليات والأهداف من عملية الابتكار والتطبيقات العملية مع ضوابط وأهداف ومقاصد الشريعة الإسلامية .

كما تضمنت التعريفات السابقة على ما يلي:

أ- ابتكار أدوات مالية جديدة؛

ب- ابتكار الآليات والوسائل التمويلية الجديدة؛

ج- إيجاد ابتكارات جديدة تعطي حلولاً جديدة للإدارة التمويلية (كإدارة السيولة وإدارة وتسيير الديون)؛

د- أن لا تخرج الابتكارات الجديدة عن الإطار العام لأحكام الشريعة الإسلامية.

¹ - فتح الرحمان علي محمد صالح، " أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل إلى الهندسة المالية الإسلامية"، بنك السودان المركزي للإدارة العامة للسياسات والبحوث والإحصاء،

مجلة المصري، العدد 206، ديسمبر 2002، ص: 1، المطلاع عليها بتاريخ 2019/1/20، على الموقع: <http://www.bank of sudan.org>

² - Khalaf Al.Taani, challenges Facing Financial engineering with Islamic rules,international journal of economics, Finance and Management Sciences Vol1, N°5, irbid National University, Irbid, Jordan, 2013, p:235

³ - Huma yondar chairman, Innovation et Financial engineering in islamic Finance, durham centre for Islamic economics and Finance and Isar-Istanbul Foundation for Research an education, Istanbul commerce University, Istanbul, 19Hh- 22 and September, 2011, Turkey, p:1

كما نلاحظ:

إن محاكاة الأدوات المالية التقليدية وتطويرها بصيغ إبداعية من حيث الشكل لا يعد مشكلاً في حد ذاته ولكن يجب تطوير وإبداع مبتكرات في صيغ التمويل الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

6- الأحداث التاريخية لوقائع معاملات مالية في الإسلام:

لقد كان الرسول صلى الله عليه وسلم بعد بعثته في مكة المكرمة وبالأخص بعد هجرته إلى المدينة المنورة معلماً لأصحابه في مختلف الشرائع والعبادات، واهمها الأحداث التي كانت تقع في تعاملات الأفراد في الأسواق فمنها ما أقرها واستحسنها، وأخرى نهي عنها، وبعضها هذبها وبين الطريق الصحيح للتعامل المتوافق مع الشريعة الإسلامية، كما اجتهد العلماء في تجميع وتمحيص أقواله صلى الله عليه وسلم، وإخراجها في مجلدات حديثة منقحة مبنية على التحقيق في النسخ الأصلية.

وكان من بينها أبواب تتعلق بالبيع والمعاملات المالية، غير أنها لم تكن بالتوسع والتعقيد الذي نعيشه في عصرنا الحاضر، غير أن جوهرها والقصد منها يمكن أن تبني عليه مبدأ من مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.

ولنا في ذلك أمثلة عديدة يمكن سردها واستخلاص الابتكار الجديد في طريقة التعامل نذكر منها:

1- عن أبي هريرة رضي الله عنه: "أن رسول الله صلى الله عليه وسلم استعمل رجلاً على خيبر فجاءه بتمر جنيب*، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم « أَكُلْ تَمْرَ خَيْبَرٍ هَكَذَا » قال لا والله يا رسول الله، إنا لنأخذ الصاع من هذا بالصاعين، والصاعين بالثلاثة، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((لا تفعل، بع الجَمْعَ بالذَّاهِمِ، ثُمَّ ابْتَغِ بِالذَّاهِمِ جَنِيْبًا))¹.

يلاحظ من خلال هذا الحديث أمرين:

الأول: أخلاقي وهو إحدى المبادئ الأساسية التي بنيت عليها المعاملات الإسلامية بين الأفراد اللا وهي الوضوح في المعاملة، وتحديد أمر مهم يتعلق بخصوصية وصف السلعة المباعة وما يقابلها من أموال.

الثاني: هو حل المشكلة، وهو يعد ابتكاراً، أي طريقة جديدة في التعامل لم يتعود عليها الأفراد، اللا وهي بيع التمر الردي بأموال يستحقها، وشراء آخر جيّد بأموال أكثر منه.

كما يلاحظ أن الكثير من المعاملات المالية جاءت من باب الحل وهذا ما يتفق مع المبدأ:

الأصل في المعاملات الحل إذا وجد ما يعارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً بالإجماع.

إن الشريعة الإسلامية لم تفصل في الحادثة، وإنما حصرت دائرة المنع، وأبقت دائرة الحلال المشروع أمام الإنسان باجتهاداته وابتكاراته الجديدة وقدرتها على التكيف والتطبيق مع مختلف المستجدات والمشكلات المعاصرة في عصرنا الحالي.

2- قصة الصحابي الجليل عثمان ابن عفان رضي الله تعالى عنه وشراء "بئر زومة" من اليهودي التي كانت لخصت أحداثها بـ:

- شراء نصف البئر، ويستغله مناصفة يوم بيوم، يوم يسقي فيه المهاجرين والأنصار، ويوم يبيع فيه اليهودي الماء؛

- فكان يوم عثمان في سبيل الله ويملاً المسلمون كل احتياجاتهم من الماء؛

- وفي يوم اليهودي لا يجد من يشتري عليه الماء، فحزن وقَرَّرَ بيعه (النصف الثاني) إلى عثمان؛

- اشتراه عثمان بقيمة مالية أقل من النصف الأول؛

نلاحظ أن العملية تأخذ منحى الفراسة والابتكار بالتخطيط والتدبير وحل لمشكلة سقي المسلمين، بشراء البئر.

3- نرى الابتكار والتطبيق في الهندسة المالية، في هذه المسألة الفقهية التي سُئِلَ فيها أحد الأئمة وأفتى بالآتي:

¹ - أبي عبد الله محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري" كتاب البيوع، باب "إذا أراد بيع تمر بتمر خير منه"، بيت الأفكار الدولية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 410

* جنيب: هو نوع جيد معروف من أنواع التمر (ابن منظور، معجم لسان العرب، مرجع سابق، المادة جنيب، ص 695)

إذا طلب شخص الأول من الشخص الثاني آخر بشراء عقار محدد، وقال الثاني للأول أشتريه بعد ذلك منك وأعطيك نصيبا من الربح المحدد القيمة، لكن خشي الأول من الثاني أن لا يقوم بشرائه، فماذا يفعل؟ فأجاب الفقيه: أن يشتري العقار مع خيار الشرط لمدة زمنية أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر بفسخ العقد فيما بقي من المدة الزمنية الإضافية على خيار صاحبه. ويلاحظ من خلال هذه العملية المتمثلة في ابتكار جديد للمعاملة وكيف وجد الحل الأمثل للحفاظ على حقوق الأطراف الثلاثة كاملة وبتراضهم بكيفية زيادة المدة الزمنية.

فكل هذه الأحداث المستجدة لم تغير من أركان ومبادئ العقد ولكن أعطيت للمشكلة حلا وابتكارا جديدا. ويمكن الإطلاع أكثر على مختلف المذاهب الأربعة التي يعتمد عليها المسلمون، إلا وكانت الهندسة المالية الإسلامية موجودة بشرط الإطلاع الواسع والتحكم في المبادئ التي بنيت عليها البيوع والأزمنة الخاصة بها ومختلف المعاملات المالية الجديدة.¹

7- المحددات والمزايا العامة للهندسة المالية الإسلامية:

للهندسة المالية الإسلامية مجموعة من المحددات والمزايا العامة التي لا يمكن تجاوزها، و نضع لنا البديل الشرعي الإسلامي.

7-1- المحددات العامة للهندسة المالية الإسلامية: يجب أن تخضع المنتجات المالية وطرقها التطبيقية المبتكرة أو المطورة من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية اعتبارا من المنهج أو الهدف إلى مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية بالكيفية التالية:

أ- يعد الالتزام الواضح والكامل بالمشاركة في الربح أو الخسارة بنص معلوم لا يمكن تأويله أو الاجتهاد فيه بأي صورة أو خديعة يمكن تصورها؛

ب- الفائدة الربوية مهما كان شكلها أو طبيعتها فهي محرمة شرعا بالكتاب والسنة واجماع فقهاء الأمة؛ إذا لا يجب التعامل بالأدوات المالية المصدرة على أساس لا ربوي مع مؤسسات تتعامل بالنظام الربوي في كل تعاملاتها المالية.

ج- لا يجوز الاتفاق على استثمار الموارد النقدية الناتجة عن إيرادات الأوراق والأدوات المالية المصدرة الإسلامية بعوائد متفقا عليها مسبقا، مع عدم المشاركة في مخاطر النشاط الاستثماري، فتعتبر هذه العوائد أرباحا ولكنها لا تختلف عن الربا².

د- إن من مبادئ الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي وخاصة عن طريق أدواته الإسلامية التي تعد إحدى أهم قنوات التمويل الإسلامي هو تحديد المجال الاستثماري المباح والذي يحقق في حقيقته خدمة المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

7-2- المزايا العامة للهندسة المالية الإسلامية: توفر ابتكارات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية عدة مزايا للأسواق المالية الإسلامية يمكن ذكرها بصورة عامة:

أ- تجنب تقليد ابتكارات ومنتجات لأدوات مالية نقدية ؛

ب- العمل على خلق وابتكار بدائل لمنتجات لأدوات مالية إسلامية بديلا عن التقليدية.

ج- المنافسة القوية مع المؤسسات المالية التقليدية.

د- تطوير المعاملات المالية الإسلامية على مختلف التوجهات .

هـ- إعطاء جمهور المسلمين الفرصة لتبني حلول المالية الشرعية.

8- الأسس العامة والخاصة للهندسة المالية الإسلامية:

* للاطلاع يمكن الرجوع إلى:

موسوعة فتاوي الإمام في المعاملات وأحكام المال، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، دار السلام، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005

² - شقيري نوري موسى، " إدارة المشتقات المالية- الهندسة المالية"، مرجع سبق ، ص: 107

للهندسة المالية الإسلامية أسس تسمى العامة وأخرى تعتبر خاصة يجب أن تقام عليها مختلف الابتكارات والتطبيقات باستعمال الآليات والفنيات للهندسة المالية الإسلامية يمكن تلخيصها في الآتي:

8-1- الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية¹:

01- تحريم الربا: لقد حرمت الشريعة الإسلامية ربا الفضل، وِربا النسيئة، حيث يقصد بربا الفضل بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة (تفاضل).

وبنيت عليه القاعدة الشرعية «إذا اتَّخَذَ الْجِنْسُ وَجِبَ التَّسَاوِي وَلَا يُنْظَرُ إِلَى الْأَفْضَلِيَّةِ»

كما يقصد بربا النسيئة: الزيادة المشروطة مسبقا التي يأخذها الدائن من المدين نظر التأجيل لفترة زمنية

02- تحريم الغرر: ويقصد بالغرر: ما كان مستور العاقبة أو ما كان على خطر الحصول وقدم تقسيم الغرر إلى:

أ- الغرر في صيغة العقد (كبيع بيعتين في بيعة واحدة)؛

ب- الغرر في محل العقد نفسه (كالجهل بذات أو جنس المحل، وعدم القدرة على التسليم عند الموعد المتفق عليه؛

03- حرية التعاقد: يجب إعطاء حرية التعاقد للجمهور، وأن يعقدوا من العقود حسب ما يرونه مناسبا لهم، وبالشروط التي يريدون وبدون قيود تذكر إلا قيد المناع الشرعي وهو «الا تشمل هذه العقود على أمور قد نهي عنها الشارع وحرمها»، (مثل الربا، الغرر، أو أكل أموال الناس بالباطل)؛

04- التيسير ورفع الحرج: لقد جعل الدين الإسلامي التيسير في مجال المعاملات المالية، إذ أن الأصل في المعاملات (الإباحة) ولم يضع الشارع قيودا على المعاملات إلا قيود المنع أو قيود الظلم المتمثلة في أكل أموال الناس بالباطل، وعليه ظهرت أهمية استعمال الهندسة المالية الإسلامية في تطوير تلك العقود (مقل المزج بين عقدين أو أكثر لنستحدث عقدا جديدا)؛

05- الإستصلاح والإستحسان: الإستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير معارضة صريحة لنص ثابت، بل يعود فيه إلى الأصل العام وهو جريان المصالح المرسله التي لا ينفىها الشرع؛

06- النهي من بيعتين في بيعة واحدة: الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن البيعتين في بيعة واحدة، إذا البيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي.

8-2- الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية²: للهندسة المالية الإسلامية أسس خاصة حسب الهدف أو حسب المنهجية المتبعة:

8-2-1- حسب الأهداف:

01- مبدأ التوازن: يشدد هذا المبدأ على التوازن بين الذات والآخرين، فيما يتعلق بأمور المصالح (أي المعاملات)، بين الانشطة الربحية والغير ربحية والعلاقات بين التنافسية والتعاونية.

02- مبدأ التكامل: يعتبر هذا المبدأ أساسا ويحكم عملية تطوير المنتجات المالية، ويقصد به تكامل تفضيلات الزمن والمخاطرة، وبين توليد الثروة الحقيقية، إن فصل الزمن والمخاطرة عن عملية توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي، وهذا مالا ينسجم مع طبيعة وميكانيزمات العلاقات الاقتصادية، لهذا لا يمكن أن يستمر ويجعل تكاليف بقاء الفصل بين

¹ - أنظر إلى:

- نفس المرجع، ص- ص: 108- 109

- عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص- ص: 72-75

² - أنظر إلى:

- شقري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية- الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص- ص: 110-111

- عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص- ص: 72-75

القطاعين تتزايد باستمرار، وهذا ما يناقض الهدف الأساسي للاستثمارات، وهو الكفاءة المالية والاقتصادية وخفض التكاليف، ويدفع القطاع الحقيقي هذه التكاليف لأنه هو مصدر توليد الثروة الحقيقي، وستكون هذه التكاليف أضعاف تلك اللازمة لإبقاء هذا الترابط والتكامل بين القطاعين.

٥٣- مَبْدَأُ الْحِلِّ: تعد قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي ويقصد بها أن دائرة الحلال أوسع من دائرة الحرام، بشرط أن هذا الحل لا يخالف قاعدة شرعية.

٥٤- مَبْدَأُ الْمُنَاسِبَةِ: يقصد بهذا المبدأ هو تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، أي مُلَاءَمَةُ الشكل مع المضمون، وتوافق الوسائل مع المقاصد.

كما يمكن أن نضيف إلى الأسس الخاصة ما يلي¹:

٥٥- الوعي بالسوق الإفصاح: يقصد به أن تكون متطلبات حاجيات السوق معلومة ومعروفة لمن يعمل في حقل الابتكار والتطوير للأدوات المالية لحل المشاكل المطروحة داخل السوق للتعاملات المالية.

أما الإفصاح فنقصد به بيان المعاملات التي تعطى قدرة الأداء لتلك الأدوات المبتكرة أو المطورة لسد الثغرات التي يمكن أن يَنْقَدَّ منها المضاربون أو المتلاعبون لاستخدامها لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها، أو التحايل على الربا أو القمار.

٥٦- الْمُقْدَرَةُ وَالْإِلْتِزَامُ: يعني المقدرة هو وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وبالالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية.

9- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

من خصائص الهندسة المالية الإسلامية الأساسية، هو ابتكار أدوات ومنتجات مالية تجمع بين الالتزام بمصادقية تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية من جهة، والقدرة على تحقيق الكفاءة الاقتصادية والمالية من جهة أخرى.

9-1- الالتزام بالمبادئ الشرعية: يقصد بها أن تتصف ابتكارات وأدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية، بالالتزام وتطبيق الأحكام الشرعية إلى حد كبير، وتجنب الخلافات الفقهية قدر المستطاع (بشرط أن لا تتجاوز الأركان الأساسية)، كما تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار حلول مشروعة تكون محل إجماع عام بقدر المستطاع².

ولهذا يجب على المؤسسات المالية الإسلامية من خلق استراتيجية بخصوص المبتكرات والمنتجات المالية الجديدة أن تطرحها للعملاء خالية من الخلاف الفقهي ما أمكن، لتوسيع قاعدة العملاء لديها وتوفير جهودها للرد على المخالفين إلى جهود الحلول والبدائل المالية المبتكرة³.

كما يعد مبدأ المشاركة في المخاطر (تقاسم الخسائر المتوقع حدوثها بين الأطراف المتعاقدة)، من أهم الخصائص التي تتميز بها مبادئ الهندسة المالية الإسلامية، بالإضافة إلى الإدارة الجيدة للسيولة النقدية، كما يعد مبدأ درء المخاطر وتحويلها إلى أطراف أخرى الأساس الذي تعتمد عليه الهندسة المالية التقليدية⁴.

9-2- الكفاءة الاقتصادية: تعتبر الكفاءة الاقتصادية من أهم الخصائص التي يجب أن تتميز بها الهندسة المالية الإسلامية، وذلك عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية، وتخفيض تكاليف المعاملات المالية، والحصول على المعلومات ومختلف عمولات الوساطة

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار في صناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص- ص: 76-77

² - بونقاب مختار، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة

قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، العدد الخامس، ديسمبر 2016، ص: 50

³ - أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، المنشورة بتاريخ 2005/7/29، والمطلع عليها بتاريخ 2020/12/20، على الموقع الإلكتروني:

<http://iefpedia.com>

⁴ - يوسفوي سعد، مخلوفي عبد السلام، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد بشار، المجلد الثالث،

العدد الثامن، مارس 2007، ص- ص: 120-121

والسمسرة، وخلق واستعمال عمليات تحويلية جديدة حديثة، للتمكن من منافسة الهندسة المالية التقليدية ذات الكفاءة المالية والاقتصادية الكبيرة¹.

9-3- الابتكار الحقيقي الجديد: تتميز أدوات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية، أنها ذات طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، سواء من حيث المخاطر أو التسعير، وهذا المبدأ الذي تركز عليها الهندسة المالية الإسلامية وهو تلبية حقيقية لمتطلبات المتعاملين الاقتصاديين في الأسواق، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار، عكس الهندسة المالية التقليدية التي عقودها وهمية (صورة، غير حقيقية)².

9-4- التمويل بدل الاستثمار: تمكن الهندسة المالية الإسلامية الأفراد الذين يرفضون التعامل بمنتجات الهندسة المالية التقليدية، من جذب رؤوس أموالهم المتوفرة لديهم واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، أي هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس الهندسة التقليدية تهدف لإيجاد أدوات مالية مبتكرة جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار³.

10- أهمية الهندسة المالية الإسلامية:

للهندسة المالية أهمية كبيرة للعمل على الابتكار والتطوير لمختلف الأدوات المالية الإسلامية التمويلية بمختلف صيغها الشرعية ويمكن ذكر بعضها في الآتي:

01- البحث والتطوير اللذان يعملان على تحديث وتفعيل وتقوية منظومة الاقتصاد الإسلامي لمواكبة مراحل المستجدات في المجال المالي والعمل على إيجاد البدائل المشروعة للاستفادة منها لتمويل الاستثمارات ذات النشاط الحلال.

02- توفير تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية المنتجة أو المطورة للتمكن من التحكم في تسير السيولة النقدية بصورة مناسبة لمختلف المتطلبات التمويلية؛

03- لمواكبة التطورات المتسارعة في الأسواق المالية العالمية والعمل على الاستفادة منها بدل اتخاذ المواقف الراضية والحيادية ضدها⁴؛

04- تساعد المؤسسات المالية الإسلامية على تطبيق مختلف النماذج التمويلية المستحدثة والمطورة بالابتكارات الجديدة؛

05- تمكن المؤسسات المالية الإسلامية من تقوية نظمها وطرق عملها على منافسة السوق المالي التقليدي بابتكار وإبداع أساليب تمويلية ناجحة وجديدة؛

06- تنشأ أحسن الممارسات للخدمات المالية الإسلامية في المجالات الآتية⁵:

- الشريعة وحوكمة الشركات؛

- أخلاقيات الشركات ومسؤولياتها الاجتماعية؛

- الإفصاح والشفافية؛

- إدارة المخاطر؛

¹ - صاري علي، "الهندسة المالية الإسلامية- إشكالية المخاطر وآليات المعالجة"، الملتقى الدولي الثالث، "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، بتاريخ 6-7 أكتوبر 2015، ص: 6

² - محمد الأمين خنيوة، وحنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية - الواقع والتحديات والمناهج والتطوير"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، 2011، ص: 642

³ - نفس المرجع، ص- ص 642- 643

⁴ - عمر ياسين محمد خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، المؤتمر الدولي، "الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية"، المركز الجامعي بغيرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص: 19

⁵ - Tariqullah Khan Islamic , "Financial Architecture and Infrastructures": Development and challenges, IRTI-GDLN, World Bank, Washington, USA, April 7, 2009, p:12

- كفاية رأس المال؛

- المحاسبة والمراجعة؛

٥٧- تساعد على إيجاد الإطارات الإدارية تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المالية اللازمة والمطلوبة للعمل في المالية الإسلامية¹؛

11-أهداف الهندسة المالية الإسلامية:

تسعى الهندسة المالية الإسلامية لتحقيق جملة من الأهداف نذكرها²:

٥1- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة ابتكارية عالية، تتميز بالمصادقية الشرعية، تعد بديلاً شرعياً للمنتجات المالية التقليدية؛

٥2- يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية من تحقيق وزيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة؛

٥3- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين، وتعمل على تنويع مصادر الربحية؛

٥4- تعمل على استقطاب رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع الاستثمارية الممولة بالربا؛

٥5- تساعد في إدارة وتحقيق هدف الموازنة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية؛

٥6- تساعد على إيجاد أوراق مالية إسلامية تعمل من خلالها على تطوير أسواق المال المحلية والعالمية؛

٥7- تعمل على التقليل من الآثار التضخمية بتوفيرها لتمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجودة في الدورة الاقتصادية بامتصاصها للسيولة عن طريق صيغ التمويل المبتكرة؛

٥8- إيجاد الحلول الشرعية المبتكرة لإشكالات التمويل وإدارة السيولة؛

٥9- إيجاد صيغ استثمارية متنوعة لتقليل المخاطر؛

12-قواعد هندسة المنتجات (الأدوات) المالية الإسلامية:

إن عملية بناء وابتكار وتطوير منتجات لأدوات مالية إسلامية تعمل على تغطية كافة قطاعات التمويل أحد أهم التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية (بنوك صناديق استثمار، بنوك استثمارية....)، في محيط متسارع النمو للعملاء يتعاملون وفقاً للتمويل الإسلامي من حيث النوعية والكمية لسد حاجاتهم.

كما ذكرنا سابقاً تعيش الهندسة المالية الإسلامية إشكالية وقوعها بين حدود متمثلة بكون المؤسسات المالية الإسلامية هي مؤسسات وساطة مالية تعمل على إدارة وتسيير الثروة النقدية الموجودة لديها بهدف تحقيق الربح، ومن جهة أخرى التزام هذه المؤسسات بقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية بإجبارية مرور التمويل الإسلامي وهذا تجنباً لتحويله إلى أدوات مالية تقدم التمويلات بالربا. إن الالتزام بخصوصية ومزايا الهندسة المالية الإسلامية تمكن من ابتكار منتجات التمويل التي تحقق هدف التمويل الإسلامي، ومشروعية النظام التعاقدى المستهدف، وانتاج القيمة المضافة، وتخفيض التكاليف وابتكار حلول للمشكلات الجديدة للإدارة التمويلية والمشاركة في الأرباح والخسائر بإدارة فعالة لمخاطر هذه المنتجات، ومنه تحقيق خاصية الكفاءة الاقتصادية، والحفاظ على المصادقية الشرعية.

تبنى هندسة أدوات مالية جديدة منتجة إسلامية على أساس، أن التمويل الإسلامي لا يقوم نظامه المالي على نموذج البيوع لوحده، وإنما هناك نماذج مالية أخرى، منها الهندسة وفق نموذج المشاركة كالشريك المنظم والمدير (المشاركة في عوامل الانتاج المختلفة

¹ - خنيوة محمد الأمين، علي موسى حنان، "منتجات الهندسة المالية الواقعية والتحديات ومناهج التطوير"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، 2011، ص: 643

² - هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، جامعة العلوم العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص- ص 8-9

حسب متطلبات نوعية المشروع وفي الناتج مع بقاء الاصل المالي لأصحابه) أي المؤسسة المالية تعمل كوسيط، لا كتاجر. وهكذا نرى أن قواعد نماذج لأدوات مالية إسلامية، تختلف قواعد عملها إذا تعلق الأمر بالقبض والحيازة من حيث المفهوم والتطبيق والآثار الناجمة (المالية) عن ذلك.

ولهذا يجب على المهندسين الماليين مجاملاتهم المختلفة أن يحددوا قواعد بناء الأداة وفق نظام وضوابط شرعية.

القاعدة الأولى: هندسة منتجات (أدوات) التمويل لتحقيق هدف التمويل الإسلامي:

يتميز الاقتصاد الإسلامي بأنه يقوم على الانتاج الحقيقي وعلى أصول مالية حقيقية ولهذا يجب أن تكون أنظمة التمويل الإسلامي تعمل على تحقيق هذه الخاصية ولهذا يعمل مهندسي الأدوات المالية الجديدة على العمل داخل الفكر الاقتصادي الإسلامي، المتمثلة في هدف إنتاج السلع والخدمات.

إن هذه الميزة الأساسية جنب الاقتصاد الإسلامي الكثير من المخاطر، وعليه هندسة منتجات (أدوات مالية مبتكرة) على: نموذج المشاركة مع عوامل الانتاج وهذا من أجل انتاج المنافع وتنميتها، وهذا من المقاصد الرئيسية للتمويل الإسلامي ولهذا وجب على الهندسة المالية الإسلامية بناء أدوات التمويل الإسلامية على أساس نماذج مالية أساسها المشاركة بين عوامل الانتاج. إن المنتج في التمويل الإسلامي ((هو عبارة من المنافع الملموسة وغير الملموسة التي تحتويها منتجات التمويل الإسلامي، والتي تؤدي إلى إشباع احتياجات ورغبات المستفيد من التمويل سواء حاصلا عليه أو مقدما له¹)).

ولهذا يجب أن يتحقق في المنتج المالي معايير لتحقيق أهداف التمويل²:

01- ابتكار أدوات مالية جديدة أو مطورة تقوي الخدمات المالية الإسلامية؛

02- الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية ومكارم الأخلاق؛

03- يتحقق هدف المنتجات المالية الإسلامية للمتعاملين بها بمدى تحقيقها للكفاءة الاقتصادية والالتزام بمقاصد الشريعة الإسلامية؛

القاعدة الثانية: التأكد من التزام المنظومة التعاقدية لأدوات التمويل الإسلامي المنتجة، المراد تطبيقها في المؤسسات المالية الإسلامية.

للتأكد من مدى مصداقية المنظومة التعاقدية للأدوات المبتكرة الجديدة الإسلامية من مشروعيتها التي تقرها القواعد الأساسية للشريعة الإسلامية، يمكن قياس مدى كون هندسة الأدوات المالية الإسلامية ملتزمة بالقواعد الشرعية، يجب أن نراعي المبادئ التالية:

المبدأ الأول: التأصيل لا التلفيق

أي منتج تمويلي أو أداة مالية يتم ابتكارها أو تطويرها في إطار المؤسسات المالية الإسلامية، يعتبر منظومة تعاقدية ولهذا يجب توفر أركان العقد (العقدان، الصيغة، المحل).

ووجدت في عصرنا الحديث نظرية العقد في الفقه الإسلامي وبمراعاة أركان العقد وبنية وقواعده، يعتبر المنتج التمويلي صحيحا، ويجب الوفاء بمقتضياته، ما لم يخالف دليلا شرعيا، لعموم قوله في محكم تنزيله ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ)) الآية (1) سورة المائدة.

ومن لوازم هندسة الأدوات التمويلية الإسلامية وفق بنية العقد وقواعده، يجب تطبيق معايير الوضوح والشفافية متمثلة بنفي كل من

¹ - أبو مؤنس رائد نصري جميل، " قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية: دراسة تحليلية"، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، العدد 1، عمادة البحث العلمي.

الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2016، ص 82

² - نفس المرجع، ص ص 81-93

الجهالة، الغرر، والاستغلال، والغبن.....

يقول ابن تيمية رحمة الله عليه ما نصه:

((ومعلوم أن البيع والإجارة والهبة ونحوها لم يحد الشارع حداً، لا في كتاب الله ولا سنة رسوله، ولا نقل عن أحد من أصحابه والتابعين أنه عين للعقد صفة معينة من الألفاظ وغيرها، أو قال ما يدل على ذلك، من أنها لا تتعقد إلا بالصيغ الخاصة، بل قد قيل: إن هذا القول مما يخاف الاجماع القديم، وأنه من البدع.....))¹.

المبدأ الثاني: مراعاة مقاصد العقد ومقتضياته مَنعاً من التَّحَوُّل إلى الشُّكْلِيَّة

إن للعقود أحكام وهي تعتبر الهدف الرئيسي الذي من أجله تعامل الأفراد بالعقود لأجلها، ويمكن إعطاء مثال لعقد البيع من حيث الحكم والغاية تبادل الملكيات للمحل والتمن: فالتسليم والتسليم في البيع وسيلة ضامنة لتحقيق حكمه، أما الاستهداف لآثار العقد وهي عبارة عن مجموعة المنافع المنظورة أو الغير منظورة المستهدفة لأطراف العقد، فالاستهلاك المبيع (محل البيع في العقد) إما بالاستهلاك أو إعادة البيع أو استغلاله أو استثماره والتصرف به حسب الحاجة والرغبة لمالكه هي مجموعة المنافع المنظورة.

أما عند ارتفاع قيمة المبيع لسبب أو لآخر، فتعتبر آثار غير منظورة ويمكن وضع مجموعة من المعايير للتفرقة بين كون الأداة المالية المنتجة للتمويل إسلامية يجب التحقق من:

أ- مدى تحقيقها لحكم العقد أو العقود المشتقة منها؛

ب- مدى توفر مقتضيات العقد أو العقود المطورة منها؛

ج- ما مدى قدرة هذه الأدوات المالية المنتجة التمويلية على تحقيق الآثار والمنافع المعروفة في العقود المسماة، والقدرة على توليد منافع جديدة؛

المبدأ الثالث: التزام ضوابط العقود وقواعد الجمع والتركيب بينها:

يجب على مبتكري ومطوري المنتجات التمويلية الالتزام بالضوابط الشرعية العامة للجمع بين العقود والوعود في معاملة واحدة، يجري التواطؤ بين طرفيها وعلى الاتفاق عليها بنسق محدد، متتابع الأجزاء ومتلاحق المراحل وفقاً لشروط تحكمها كصفقة واحدة لا تقبل التفكيك وتهدف في النهاية إلى أداء وظيفة محددة لبلوغ غرض محدد، كانت إرادة العاقدین وقصدهما إلى تحقيقه وهي:

الضابط الأول: أن يكون الجمع بين العقود محل نهي نص شرعي

مثال ذلك: تعدد البيوع على محل واحد حسب أشكالها المختلفة

الضابط الثاني: أن لا يكون الجمع حيلة ربوية

مثال: التواطؤ على العينة، أو عكسها أو الحيلة إلى ربا الفضل

الضابط الثالث: أن لا يكون ذريعة إلى الربا

مثال ذلك: الجمع بين البيع والقرض، أو تحويل التمويل من عملية تبادل لأصول حقيقية إلى تبادل لدفعات نقدية.

الضابط الرابع: أن لا يكون في العقد غرر

(مخاطر لا يتوقع حسابها وإمكانية السيطرة عليها أو الجهالة (عدم وضوح تفاصيل ومواصفات العقد ومخله) مفسدة للعقد.

الضابط الخامس: أن لا يكون في العقد جمع بين عقدين فأكثر بينهما تناقض في الموجبات والأحكام

وما عد ذلك فلا مانع شرعي من الجمع بين عقدين في صفقة واحدة أكانا من عقود المعارضات أم التبرعات، وهذا العموم الأدلة الدالة على الأمر بالوفاء بالشروط والعقود.

¹ - تقي الدين أحمد الخوراني بن تيمية، "مجموع الفتاوى- كتاب البيع"، المجلد التاسع والعشرون، الطبعة الثالثة، دار الوفاء للطباعة والنشر، المنصورة، مصر، 2005، ص: 12.

وعليه يمكن صياغة المنتج بتنفيذه من خلال تركيب مجموعة من العقود المتكاملة حسب نوعية الاحتياج التمويلي. مثال ذلك: إذا كان الاحتياج تملك سلعة استهلاكية فالمنتج المباشر هو البيع، وإذا كان الاحتياج تملك منفعة فالمنتج المباشر هو الإجارة، وإذا كان الهدف استثماري وتنمية المنتج المباشر هو المشاركة، كما يمكن أن يأخذ المنتج أكثر من احتياج تمويلي مراعاة لتعود أطراف ومراحل العملية التمويلية (فقد يكون استثمارا وبيعا مما يتطلب تركيب مجموعة من العقود لتحقيق هذه الاحتياجات).

الضابط السادس: أن يكون كل جزء من العقود والوعود والشروط صحيحا مشروعاً بمفرده

لأن القاعدة الشرعية لجواز اجتماع العقود في معاملة واحدة، إذا كان كل واحد منهما جائزاً بمفرده، ما لم يكن هناك دليل شرعي يمنع ذلك.

المبدأ الرابع: مراعاة مقدمات العقود دون أن تكون عقوداً: تشكل التفاهات المالية المسبقة بين أطراف العلاقة ركناً جوهرياً في عملية هندسة منتجات التمويل الإسلامية التي تشتق من عقود مستندة إلى هذه التفاهات والتي لها أهمية مالية وشرعية لنفي الغرر عن التسليم للمحل، كما لا تعد جزءاً من المنظومة التعاقدية للمنتج التمويلي المقدم للعملاء، غير أنها تكون من الشروط السابقة على العقود.

المبدأ الخامس: التملك والقبض: لا يقصد بالتملك المفهوم التجاري المتمثل في الحيازة، إذ أن المؤسسات المالية الحديثة أصبحت تميزها خصوصيات جعلت هذه المفاهيم تتلاءم مع طبيعة نشاطها، وتستند على المستندات القانونية أي يقصد به التملك القانوني من خلال الوثائق وأصبحت أكثر قبولاً مع وجود ضامن لذلك يتمثل في الدولة وسيادة القانون.

القاعدة الثالثة: الانتاج أساس للقيمة المضاف التي يساهم بها المنتج المالي:

يعتبر من إحدى أهم موجهات استخدام الهندسة المالية الإسلامية في بنائها لمنتجات (الأدوات المالية) التمويل هو مدى قدرتها على تحقيق قيم مضافة في مختلف القطاعات الاقتصادية المستخدمة فيها، وذلك بمقياس مقدار مساهمتها في العملية الإنتاجية. لقد انتقل التمويل الإسلامي من التمويل الطبيعي (الذي يستهدف توفير الحاجيات الضرورية للفرد) إلى التمويل الإسلامي المنظم و المريح كنظام المعاولات المالية، والمشاركات التجارية، القائمة على تبادل الثقة في التمويل الإسلامي على أساس نموذج المشاركة مع/ أو بين عوامل الانتاج.

القاعدة الرابعة: كفاءة منتجات الهندسة المالية تعمل على تخفيض التكاليف

في محاكاة التمويل التقليدي وقياساً به نجد أن أكثر المنتجات المالية التمويلية الإسلامية مرتفعة التكاليف، وعليه يمكن أن يكون للهندسة المالية الإسلامية دور في تخفيضها، وهذا بالتركيز على نموذج المشاركة بين المؤسسات المالية الإسلامية ومزود السلعة أو الخدمة المنفعة بحيث تساهم بابتكار آليات تمويلية جديدة تخفض التكاليف الإجرائية.

القاعدة الخامسة: الهندسة المالية الإسلامية يجب أن تقوم على الابتكار والابداع وإمكانية التطبيق

إن جوهر عمل الهندسة المالية كما ذكرنا في المطالب السابقة هي الابتكار وإبداع الجديد ووضعه في قالب عملي قابل للتطبيق وفقاً للضوابط الشرعية والمتطلبات التمويلية المتعددة لإيجاد الحلول المناسبة للمشاكل التمويلية، ويتم هذا من خلال زيادة فرص اقتسام المخاطر، وتخفيض تكاليف العمليات والمعلومات والوكالات.

القاعدة السادسة: المشاركة أساس استحقاق العائد

أن تصميم منتجات تمويلية وفق نموذج المشاركة كسبيل لإدارة التمويل الإسلامي مبدأ مقرر شرعاً، وأن عامل الانتاج يستحق العائد.

المبحث الثاني: المشتقات المالية الإسلامية

تمهيد:

خلافا لما هو متعارف عليه في الأسواق المالية التقليدية التي تتعامل في الأصول المالية (كالأسهم، السندات، صناديق الاستثمار....)، فإن أسواق المشتقات تتعامل في أدوات تعاقدية **Contractual Instruments**، يعتمد في أدائها على أداء أصول أو أدوات أخرى. وعليه نستنتج أن المشتقات ليست أصولا مالية، وليست أصولا عينية وإنما هي عبارة عن عقود تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، أحدهما يترتب عليه حقا، والتزاما على الطرف الآخر، أي عبارة عن اتفاقيات تجارية يتم التفاوض عليها مباشرة بين رفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفق لما هو متفق عليه.

وعليه سنجد في هذا المبحث اختلاف جوهري بين المشتقات المالية بمفهومها التقليدي والإسلامي، وهذا ما سنركز عليه في المطالب التالية :

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية وخصائصها

المطلب الثاني: العقود الآجلة والمستقبلية

المطلب الثالث: عقود الخيار والمبادلات

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية وخصائصها

تمهيد:

تعتبر المشتقات المالية إحدى إبداعات وابتكارات الهندسة المالية، واعتبرت إحدى الإنجازات التي استطاعت إيجاد الكثير من الحلول لمشكلات عرقلت المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

واعتبرت المشتقات المالية بأدواتها المختلفة التقليدية كأحد المخارج المستحسنة في علاج مخاطر تذبذب أسعار المواد والسلع والأدوات المالية التقليدية المتعامل بها داخل الأسواق السلعية والمالية، ومن جهة أخرى استطاعت أن تعالج مشكل السيولة النقدية، واعتقد المنظرون الماليون الغربيون أن التوسع في المضاربة في العقود والابتعاد عن الاقتصاد الحقيقي يشكل فجوة ازدادت في التوسع من سنة إلى أخرى، وخاصة مع التطور التكنولوجي الذي أعطى لسرعة انتقال المعلومات والاتصال واندماج الأسواق الدولية عن طريق العولمة المالية، عوامل عملت فيما ما بعد على خلق أزمات كبيرة مالية هزت أركان المؤسسات والأسواق المالية الكبيرة، وخير دليل ما حدث في سنة 2008 وأزمة الرهن العقاري، ومن هنا وجب تحديد المفهوم الحقيقي للمشتق المالي التقليدي، وتوضيح خصائصه التي يتميز بها والأهداف المحددة التي يريد أن يصل إليها، وأنواع أدوات المشتقات المالية.

كما سنحدد السلبات التي أدت بالهزات العنيفة وآثارها على أداء الأسواق المالية التقليدية، حتى يتسنى لنا معرفة البديل الإسلامي الذي يختلف في جوهره عن المبدأ التقليدي للمشتقات المالية وماهي الخيارات البديلة المتوافقة مع ضوابط واحكام الشريعة الإسلامية .

1- تحديد مفهوم المشتقات المالية

1-1- التعريف اللغوي: الاشتقاق ((هُوَ إِفْتِعَالٌ مِنَ الشَّقِّ بِمَعْنَى الْإِفْتِطَاعِ مِنْ إِنْشَقَّتِ اللَّعْصَا إِذَا تَفَرَّقَتْ أَجْزَاؤُهَا، فَإِنَّ مَعْنَى الْمَادَّةِ الْوَاحِدَةِ تَتَوَزَّعُ عَلَى أَلْفَاظٍ كَثِيرَةٍ مُتَقَطِّعَةٍ مِنْهَا، أَوْ مِنْ شَقَّقْتُ الثُّوبَ وَالْحَشَبَةَ، فَيَكُونُ كُلُّ جُزْءٍ مِنْهَا مُنَاسِبًا لِصَاحِبِهِ فِي

أَلَمَادَةُ وَالصُّورَةُ، وَهُوَ يَقَعُ بِإِعْتِبَارِ خَالَتَيْنِ: أَحَدُهُمَا: أَنَّ تَرَى لَفْظَيْنِ إِشْتَرَكَا فِي الْحُرُوفِ الْأَصْلِيَّةِ وَالْمَعْنَى وَتُرِيدُ أَنْ تَعْلَمَ أَيُّهُمَا أَصْلٌ أَوْ فَرْعٌ، وَالْثَانِيَةُ: أَنَّ تَرَى لَفْظًا قَصَصْتَ الْقَوَاعِدَ بِأَنَّ مِثْلَهُ أَصْلٌ وَتُرِيدُ أَنْ تَبَيِّنَ مِنْهُ لَفْظًا آخَرَ¹)).

أما عند علماء الغرب الاشتقاق هو أحد فروع اللغة التي تدرس المفردات، ويتحدد مجاله في أخذ الفاظ القاموس كلمة كلمة وَتُرْوَدُنَا مِنْ أَيْنَ جَاءَتْ؟ وَمَتَى وَكَيْفَ صَبَغَتْ؟ والمراحل والتغيرات التي مرت بها فهو إذن:

علم تاريخي يحدد صبغة كل كلمة، مع التغيرات التي طرأت عليها من جهة المعنى أو الاستعمال².

1-2- التعريف الاصطلاحي: يمكن أن يأخذ التعريف الأول للمشتقات، كونها أداة مالية عقدية تستمد قيمتها من أسعار الأصول المتداولة مثل:

1- الأسهم / 2- مؤشرات الأسهم / 3- مؤشرات أسعار الفائدة / 4- السلع / 5- السندات³.

كما تعرف على ((أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار أصل المال في هذه الأصول، كما أن انتقال الملكية أمر غير ضروري⁴)).

كما عرفت المشتقات المالية التقليدية التعريف: ((والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية⁵)).

كما تزايدت بشكل كبير المعاملات المالية المعتمدة على المشتقات، لكونها تتميز بالمرونة و السهولة في عمليات البيع والشراء مقارنة بقيمة الأصول المالية والسلعية التي تقام على أساسها العقود، إذا يكفي دفع مبلغ صغير يتناسب مع قيمة الأصل محل التعاقد، ولا يتطلب ذلك دفع قيمته كاملة، كما تلعب دورًا جيدًا كأداة للتحوط من مختلف المخاطر⁶.

كما عرفت المجموعة الاستشارية (لنظام الحسابات القومية)* على أن:

((المشتقات المالية هي صكوك مالية ترتبط بصك مالي معين أو بمؤشرات أو بسلعة، ويمكن من خلالها تبادل مخاطر مالية معينة في الأسواق المالية بصفتها تلك، وتأتي قيمة المشتق المالي من سعر البند المتصل* به أي السعر المرجعي*، وتختلف المشتقات المالية عن أدوات الديون في أنها لا تنطوي على سلف تمثل رأس المال الذي يجب سداؤه، كما أنها لا تُرتَّب دَخْلًا إِسْتِثْمَارِيًّا، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض منها إدارة المخاطر والضمانات والتحكيم بين الأسواق والمضاربة⁷)).

1 - بدر الدين محمد بن بهادر الزركشي، "البحر المحيظ في أصول الفقه"، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار الكتب العلمية، بيروت، 2001، ص: 445

2 - هشام السعدي خليفة بدوي، "عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 51

3- Deloitte, "Introduction to Derivative", part 1, Pdf, 12 May 2016, P:6

4 - السيد متولي عد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 112

5 - نفس المرجع، ص: 60

6- Sherin Kunhibava, Derivation in Islamic Finance, International Shari-ah, Research Academy for Islaamic Finance, Malaysia, 2010,p:1

* نظام الحسابات القومية (S.N.A)- (System of National Accounts): هو مجموعة من التوصيات الموحدة المتفق عليها دوليا بشأن قياس النشاط الاقتصادي وفقا لمنهج محاسبية صارمة تركز على مبادئ محاسبية صارمة.

* إن مصطلح "البند المتصل بها": يمكن أن يشير إلى الأرقام القياسية والسلع والمتغيرات المالية الأخرى.

* السعر المرجعي: يشير هذا المصطلح إلى سلعة أو أصل مالي، أو سعر فائدة أو سعر صرف، أو إلى مشتق مالي آخر، أو إلى المدى القائم بين سعرين، أو إلى رقم قياسي، أو سلة من الأسعار.

7 - تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993، الجزء الأول: "نصوص مستكملة لنظام الحسابات القومية 1993 تضم المعايير الدولية الجديدة الخاصة بالمشتقات المالية"، منشورات الأمم المتحدة، المسجلة للأمم المتحدة، لجنة الجماعات الأوروبية، صندوق النقد الدولي، منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، البنك الدولي، 2005، ص: 4، المطلاع عليها بتاريخ 2020/1/18 على الموقع: <https://unstats.un.org/unsd/publication>

* بنك التسويات الدولية: هي مؤسسة مالية دولية، مملوكة من البنوك المركزية التي ترعى التعاون النقدي والمالي الدولي، ويخدم كبنك للبنوك المركزية، يقوم بنك التسويات الدولية من خلال اجتماعاته، استضافة مجموعات دولية تسعى للاستقرار المالي العالمي وتسهيل تفاعلاتهم، كما يوفر خدمات مصرفية للبنوك المركزية وغيرها من المنظمات الدولية، يقع مقره الرئيسي في بازل، سويسرا، وله مكاتب تمثيلية في هونغ كونغ ومدينة مكسيكو.

كما عرفها بنك التسوية الدولية* التابعة لصندوق النقد الدولي ((المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وتتعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري¹. كما تعرف العقود المشقة: هي عبارة عن عقود تبرم بين طرفين ويقتضي على أساسها تثبيت سعر السلعة في الوقت الحاضر على أن يتم التسليم بهذا السعر المثبت في المستقبل².

كما تعرف: ((فعقود المشتقات هي أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، أو بعبارة أدق أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر³.))

كما عرفت: ((المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات السلع. ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمانية وأساليب الاحتيال فضلاً عن المخاطر السوقية⁴.)) كما يمكن استنتاج تعريف شامل للمشتقات المالية كالآتي:

((المشتقات المالية هي أداة مالية ذات طابع تعاقدية، تبرم بين جهتين، تستمد قيمتها من أسعار الأصول المالية المتداولة كالأسهم، مؤشرات الأسهم، مؤشرات أسعار الفائدة، السندات، السلع، أداة للتحوط من المخاطر، والمراجعة بين الأسواق والمضاربة، لا ينتج عنها انتقال ملكية الأصول محل التعاقد، كما قد تتسم بقدر كبير من المخاطر.))

2- خصائص المشتقات المالية:

يمكن من خلال التعاريف السابقة والمتعددة أن نستخلص جملة من الخصائص والمميزات نذكر منها:

1- التعقيد: وهو وجود غموض في الكيفية التي تستخدم بها الأداة المصممة من أجل الوفاء لأغراض خاصة محددة، والطريقة التي تقيم وتحاسب بها⁵، وقد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار مشتقات خاصة مما يعرضها إلى خسائر كبيرة⁶.

2- عمليات المشتقات خارج الميزانية: جرت العادة في التطبيقات العملية على إثبات وتقييم الأدوات المالية التقليدية (كالأسهم، والسندات) داخل الميزانية كأصول أو خصوم يمكن التعرف على أرصدها الحسابية وتغيراتها، على عكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل معها هو تداولها بقيم نقدية صغيرة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كبيرة كامن، مما يفتح المجال للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم، إضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها⁷.

3- عدم وضوح القواعد المحاسبية: لقد كان لمختلف عمليات المشتقات تقدماً سريعاً ونمو كبيراً في ميدان ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة، والذي تتبعه استجابة مقابلة وسريعة محاسبية تبين تأثيرات تلك الأنشطة، هذا ما يخلق فجوة كبيرة بين الواقع الاقتصادي الذي تتم فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها⁸.

1- "Issues of Measurement Related to Market size and Macro Prudential Risk in Derivatives Markets"

Report prepared by a working group established by the central banks of the group of ten countries, basle Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers, N° 5, 1 february 1995, pp:6-7

² - سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، الأردن، 2009، ص: 141

³ - منير إبراهيم هندي، "سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق"، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 21

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص: 58

⁵ - منير إبراهيم هندي، "سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق"، مرجع سابق، ص: 22

⁶ - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 167

⁷ - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 167

⁸ - نفس المرجع، ص- ص 167-168

4- السيولة: تتسم بعض عقود المشتقات بدرجة سيولة عالية، إذ يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في التاريخ المحدد للاستحقاق، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، كما أنه من جهة أخرى يصعب في بعض الأحيان تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات، مما يؤدي إلى حدوث مشاكل وتعقيدات في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.¹

3- أهمية عقود المشتقات واستخداماتها:

3-1- أهمية عقود المشتقات: إن قدرة عقود المشتقات على حل كثير من المشاكل والمخاطر التي كانت تعترض المستثمرين أو المتداولين في السوق المالية، أعطى لها أهمية كبيرة (رغم مخاطرها) في المجال الاقتصادي والمالي.

إذ لم يمكن ظهورها صدف أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان نتيجة الضرورة الملحة لدورها، الذي يتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية للأصول الحقيقية، كما تتيح إمكانية التخطيط للتدفقات النقدية، كما تتيح فرص والقدرة على استثمارات جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ مستقبلية لاحقة، كما تسهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول الحقيقية محل التعاقد، كما تساعد في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.²

3-2- استخدامات عقود المشتقات المالية: إن لعقود المشتقات المالية دور ومزايا متعددة عندما يتحقق الاستخدام الأمثل المبني على الدراية العميقة بفنيات عمل هذه المشتقات، ويمكن ذكر بعض الاستخدامات باختصار:

1- استخدام عقود المشتقات في إدارة (تغطية) المخاطر: يجري استخدام هذه الأدوات الاشتقاقية بهدف

تقليل مخاطر الاستثمار على مختلف أنواع الأدوات المالية التقليدية أو زيادتها. وبغرض التقليل من حجم المخاطر يقوم المستثمرون بشراء عاجلا في السوق الحاضر (Spot Market)، ويبيع آجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات (Futures Markets)، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المالية المشتراة في السوق الحاضر، فعلى الجهة الثانية سينخفض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حيث يمكن للمستثمر من إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق له كسباً يعوضه ولو بقدر أقل من خسارته في السوق الحاضر.³

إن جميع المستثمرين لهم الرغبة في المحافظة على استثماراتهم عند مستويات وأوضاع تكون مقبولة من درجة المخاطرة. وهذا الحل لا يجده هؤلاء المستثمرون إلا في أسواق المشتقات المالية التي تمكنهم من إمكانية تقليل المخاطر وتحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

2- استكشاف السعر - (Price Discovery): تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد المشتق في السوق الحاضر عند تاريخ التسليم، أي القدرة على اكتشاف المستوى الذي يتوقع أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر عند تاريخ التسليم.⁴

كما تعد أسواق العقود الآجلة والمستقبلية من أهم الوسائل لخلق القدرة للحصول على المعلومات المتعلقة بتوقعات المستثمرين للأسعار المستقبلية التي تنطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر التي تقدمها هذه الأسواق مجانا للجمهور، أو جهات متخصصة تتقاضى ثمنها، وكلما ارتفع مستوى دقة المعلومة كلما أصبح السوق المشتق أكثر كفاءة.⁵

¹ - شقري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية- الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 167

² - منير إبراهيم هندي، "سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص- ص: 11-12

³ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 68

⁴ - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 16

⁵ - سمير عبد الحميد رضوان حسين، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص- ص: 69-70

٣- إعطاء فرصة جيدة لتخطيط التدفقات النقدية: إذا كان للعقد المشتق تكلفة في الظروف المواتية، أي في حالة انخفاض السعر، فإنه من جهة أخرى يحقق الحماية للمشتري إذا ما ارتفعت الأسعار لغير صالحه¹، وبالتالي إمكانية التخطيط الجيد للحجم الذي ستكون عليه التدفقات المالية.

٤- إعطاء فرص استثمارين للمضاربين: يدخل المضارب (Speculator) طرفاً في العقد بهدف تحقيق الربح، كما لا يدخل المضارب طرفاً في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يحقق له حصة محددة، مهما سَعَر الأصل في السوق الحاضر، لأن المضارب لا يدخل طرفاً في العقد بغرض تأمين تملك الأصل، لأن ذلك مهمة من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي السعي لتغطية مركز (Hedger) سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلاً بمعنى تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار².

٥- تسيير وتنشيط التعامل على الأصل محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات المالية، بانخفاض تكلفة المعاملات، وهذه الأخيرة لها تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، بما يتيح فرص أفضل لإبرام الصفقات بسعر قريب من السعر العادل (الأمثل)، كما يسهم التعامل بالعقود المشتقة على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وهذا بزيادة التداول عليه³.

٦- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: للعقود المشتقة مرونة كبيرة وسيولة متميزة، تعطى سرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية⁴.

٧- إمكانية تحقيق ميزة الكمال للسوق: تتحقق ميزة الكمال للسوق المشتق، عندما توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية المناسبة لأهدافهم، من حيث العائد أو المخاطرة، إذ بفضل عقود المشتقات أمكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر، ومن خلالها يحقق المستثمر مستويات جيدة من العائد والمخاطر لا يمكن تحقيقها من أية ورقة مالية متداولة فعلاً في السوق الحاضر⁵.

¹ - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 19

² - نفس المرجع، ص: 20

³ - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 22

⁴ - نفس المرجع، ص: 22

⁵ - نفس المرجع، ص- ص 23-24

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية-العقود الآجلة والمستقبلية

تمهيد:

للمشتقات المالية عدد كبير من الأنواع، إلا أنه يوجد أشكال أكثر استخداماً وتداولاً في الأسواق المالية نذكر منها:

1-العقود الآجلة (العقود الأمامية) (Forward Contract): كانت بداية ظهور العقود الآجلة والتعامل بها في مجال أسواق بيع وشراء المنتجات الزراعية وما تتعرض له من تقلبات كبيرة في أسعارها، مما الحق الضرر بالمنتجين والصناعيين التحويليين الذي هم بحاجة إليها كمادة أولية لتصنيع منتجاتهم، وللتحوط من خطر التذبذب، ظهرت هذه العقود لتحديد الأسعار الحاضرة للآجال المستقبلية لحماية جميع الأطراف من تحمل الخسائر الغير متوقعة.

غير أن دخول المضاربين المخاطرون لهذه الأسواق من أجل استغلال هذه التقلبات السعرية وتحقيق الأرباح المنتظرة من ذلك رغم عدم احتياجهم لتلك المنتجات سواء الزراعية أو الصناعية.

ومن هنا يمكن فهم الدور الاقتصادي لأسواق العقود الآجلة المتمثل في نقل مخاطر التقلبات السعرية من أطراف الاقتصاد الحقيقي المنتج (الزراعي أو الصناعي) إلى أطراف المضاربين المتحملين للمخاطر من أجل تحقيق الأرباح.

ولهذا سنتعرض لبعض التعريفات التي تحدد مفهوم العقود الآجلة.

1-1- تعريف العقود الآجلة (Forward Contract): للعقود الآجلة عدة تعريفات نذكر أهمها:

التعريف الأول: ((بأنه إتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع، لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد))¹.

التعريف الثاني: يعرفها بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي بـ:

((فموجب العقود الآجلة يتفق الطرفان على تبادل كمية معينة من بند من بنود المرتبطة (الحقيقية أو المالية) بسعر متفق عليه في العقد - سعر الاتفاق - في تاريخ محدد))².

التعريف الثالث: ((العقد الآجل هو إتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع، الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عيه مسبقاً))³.

التعريف الرابع: ((العقد الآجل هو عقد على الشراء، أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد))⁴.

التعريف الخامس: ((العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق... وفي العقد الآجل لا توجد أي قيود، فبنود العقد تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين))⁵.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 207

² - تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993، مرجع سابق، ص: 9

³ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 208

⁴ - نفس المرجع، ص: 209

⁵ - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر الهندسية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 6

* **السعر المستقبلي أو السعر الآجل:** هو سعر الأصل أو العملة موضوع العقد الآجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بتغير الأسعار المتداولة في السوق.

سعر التنفيذ: هو السعر الذي تم الاتفاق عليه عند تنفيذ العقد آجلاً، ويتم تحديده بين طرفي العقد بالتفاوض على أساس تقديرات كل طرف لتوقعات العرض والطلب للاستفادة من تقلبات هذا السعر المستقبلية، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ.

كما يمكن أن يكون سعر التنفيذ هو نفسه السعر الآجل في تاريخ إبرام العقد غير أنه لا يعتبر شرطاً أن يتساوى السعر أن في تاريخ التنفيذ.

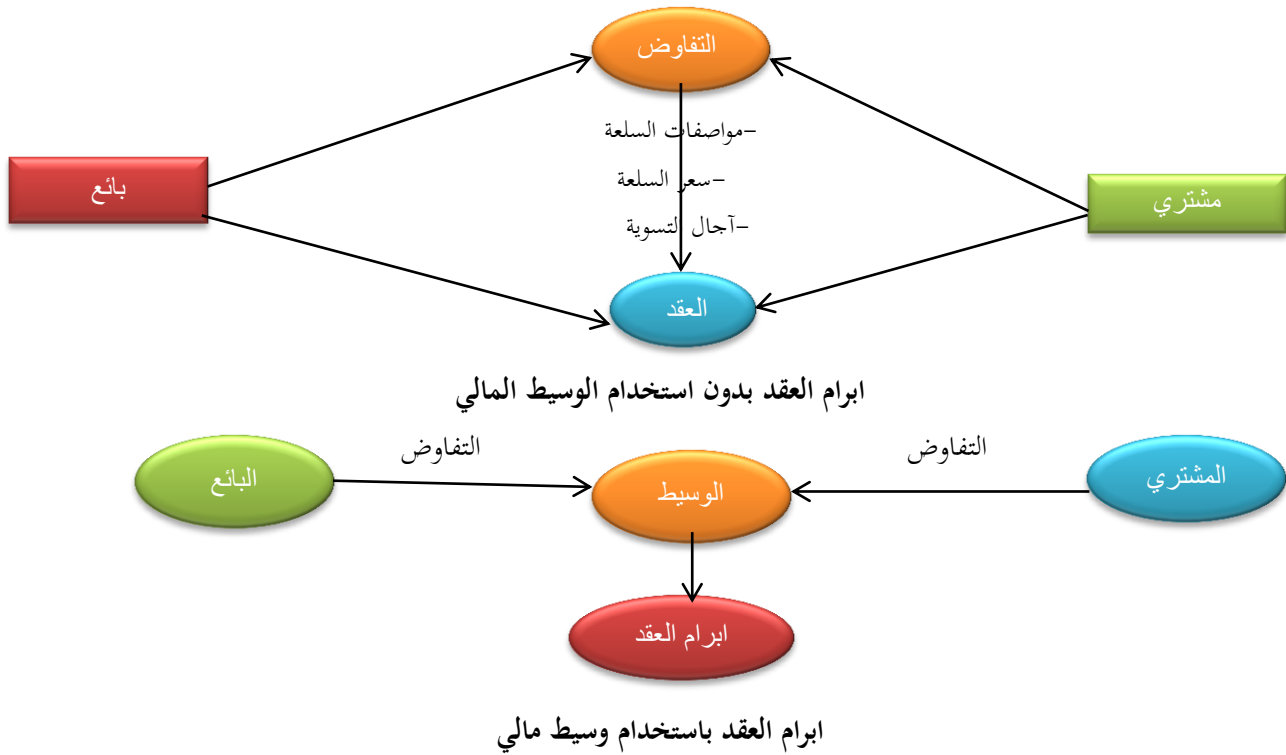
1-2- خصائص العقود الآجلة: من خلال التعاريف السابقة نجد بأن العقود الآجلة لها مميزات متعددة يمكن سردها كالتالي:

- °1- اتفاقية تتوج بين طرفين الاول مشتري وثاني بائع؛
- °2- إمكانية توقع أي من الأطراف المتعاقدة على حصول على أرباح أو خسائر؛
- °3- يحدد العقد السعر المستقبلي* المتفق عليه؛
- °4- يحدد تاريخ التسليم بأخذ البائع ثمن السلعة والمشتري السلعة (حقيقية أو مالية)؛
- °5- إمكانية تعرض الأطراف المتعاقدة لمخاطر الائتمان، المتمثلة في عدم استطاعة أحد الأطراف المتعاقدة بالوفاء بالالتزامات المتفق عليها؛

كما يمكن أن نضيف إلى جملة الخصائص المميزة للعقود الآجلة ما يلي¹:

- °1- تتميز بالمرونة في التفاوض بين طرفي العقد مما يعطيها الشكل الغير نمطي والمحدد، كما تصعب المضاربة في مثل هذه العقود لأن هدفها الرئيسي هو التحوط من المخاطر المستقبلية المجهولة؛
- °2- تعد هذه العقود نهائية بعد ما يتم الاتفاق وإبرام العقد، وتتم عملية التنفيذ في التاريخ المحدد بدقة، يمكن أن نوضح الفكرة الرئيسية للعقود الآجلة كالتالي:

الشكل رقم (4-6): مراحل العقود الآجلة



من إعداد الباحث: بالاعتماد على التعاريف السابقة

1-3- تصنيف العقود الآجلة: يمكن أن تصنف العقود الآجلة إلى:²

¹-Marek capinski et Tomasz Zastawniak, "Mathematics for Finance :An Introduction to finance Engineering", Springer under graduate Mathematics Series,2003,p:128

² - بن رحم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20-21، أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بالتعاون مع: محبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 81 ص- ص: 5-6

1-3-1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: يستخدم وهذا النوع من العقود للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة، إذ يتم عقد الاتفاق على سعر الفائدة لقرض معين يتم الحصول عليه مستقبلاً يثبت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق إلى تاريخ التنفيذ.

1-3-2- العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء وبيع كمية محددة من عملة أجنبية وهذا عند تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد وبشئيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار سوق صرف العملات الأجنبية، وعند تنفيذ العقد مستقبلاً يجب الالتزام بسعر الصرف المحدد سابقاً.

2-العقود المستقبلية (Futures Contracts):

2-1- مفهوم العقد المستقبلي: سنذكر بعض التعاريف التي توضح لنا ماهية العقد المستقبلي الذي جاء كأحد أنواع عقود المشتقات التي كانت تطورا طبيعيا للعقود الآجلة.

التعريف الأول: ((العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير (Short Position)، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل (Long Position)، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد))¹.

التعريف الثاني: ((عقد المستقبلي تجري الترتيب له من خلال سوق منظمة وهو إتفاقية بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق))².

التعريف الثالث: ((سوق العقود المستقبلية وهو سوق شديد التنظيم والمراقبة يشترط بث أسعار الشراء والبيع للأصول المتداولة فيه إلكترونياً على مدار الساعة وفي جميع أنحاء العالم))³.

التعريف الرابع: ((العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة وتخضع لإجراءات تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المدوع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر))⁴.

التعريف الخامس: ((العقد المستقبلي هو عقد آجل قابل للتداول وهو إتفاقية على تسليم في تاريخ لاحق أو تسلم لمقدار وكمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين))⁵.

و يلاحظ من خلال التعريف الأخير للعقد المستقبلي أنه يذكر قابليته للتداول، يعني زيادة السيولة خلافاً للعقود الآجلة في السوق غير المنظمة (الرسمية) ضعيفة السيولة.

2-2-خصائص العقود المستقبلية: من خلال التعريفات السابقة المتعددة يمكن إبراز أهم خصائص العقود المستقبلية وهي:

1-نمطية شروط التعاقد من حيث تحديد حجم الكمية، وصفاتها من حيث الجودة والنوعية، ويوجد طلب نشط للسلعة يحقق السيولة لسوقها؛

2-يتعامل بالعقود المستقبلية في أسواق رسمية منظمة منضبطة قابلة للتداول؛

¹ - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر الهندسية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 92

² - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 213

³ - ماهر كنج شكري، ومروان عوض، "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، مطبعة الأجيال، عمان، الأردن، 2004، ص: 309

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص- ص: 213-214

⁵ - نفس المرجع، ص: 214

- 3- يودع المتعاملون بهذه العقود تأميناً هامشياً مبدئياً (Initial Margin) يتراوح من 5% - 15% من القيمة الكلية للعقد¹؛
- 4- لا يقبل المتعاقدون على العقود المستقبلية بهدف الحصول على الأصل الحقيقي محل التعاقد، إذ يجري استخدامها لغرض المضاربة أو نقل الأخطار السعرية؛
- 5- إمكانية تداول العقود المستقبلية (بيع / شراء)، تمكن المتعاملين في السوق المنظمة من تجنب الاستلام الفعلي للسلعة أو الأصل الحقيقي؛
- 6- تخضع العقود المستقبلية للتسوية (المقاصة) اليومية من طرف مركز المقاصة لتعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصول الحقيقية محل التعاقد؛
- 7- عند عقد صفقة، يتم تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد؛
- 8- يتعامل في الأسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح (open outcry) بواسطة وسطاء أو بيوت مقاصة (clearing houses) تقوم بتنظيم التسويات اليومية لفوارق الأسعار بين طرفي العقد (البائع/ المشتري)²؛
- 9- تتعامل أسواق العقود المستقبلية مع سلع حقيقية من المنتجات الزراعية خاصة الشاي، البن، الذرى... ومنتجات باطنية كالبنزول والحديد والفوسفات والزنك والأورانيوم وكذلك العملات الأجنبية للدول والأوراق المالية كالأسهم والسندات؛
- 10- لضمان وجود سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات هذه العقود إلى ضبط شروط التعاقد في خمسة أساسيات هي³:
- أ- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، مثلاً تضمن العقد الواحد للتعامل على القمح 500 بوشل، وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار أمريكي.
- ب- شروط التسليم: وتتضمن الشهور التي تحدد التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية المحددة ويتم فيها التسليم، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل الحقيقي وجودته.
- ج- تختلف الفترة الزمنية: التي يغطيها العقد حسب نوعية الأصول المتعاقد عليها، ففي السلع الزراعية يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور، وفي الأوراق المالية نجد عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم، كما يمكن للورقة المالية محل التعاقد أن تحل محلها ورقة مالية أخرى.
- د- حدود تقلب الأسعار: تفرض أسواق العقود المستقبلية حداً أدنى للتغيرات السعرية بتفاوت حسب الأصل محل التعاقد، وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، إلا أنه نجد العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.
- هـ- حدود المعاملات، (المراكز): يمكن إن تكون للمستثمر الواحد حداً أقصى لعدد عقود المضاربة لا يتجاوزها.
- 2-3- أنواع العقود المستقبلية: تطورات أنواع العقود المستقبلية مع تطور الأسواق المنظمة لعملها وكذلك التطورات الحاصلة في الأسواق المالية، وعليه سنذكر أهم أشكال العقود المستقبلية:
- 2-3-1- العقود المستقبلية على السلع: يمثل هذا النوع أقدم العقود المستقبلية إذ يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري كمية محددة

¹ - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر، ط 4، عمان، الأردن، 2006م، ص: 307.

² - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سابق، ص: 307.

³ - باقر كرجي حبيب الجبوري، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية على الرابط: (جامعة الكوفة)، العراق: كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد الخامس عشر، 2010، ص: 14، المطلع عليه يوم 2021/05/18 على الموقع: <http://www.uokufa.edu.iq/journals>

(من السلعة) بالمواصفات والجودة والسعر المتفق عليه عند إبرام العقد، ويلتزم المشتري بتسليم السلعة (زراعية أو معدنية) ودفع الثمن.

2-3-2- العقود المستقبلية على أسعار الصرف (العملات الأجنبية): في بداية السبعينات دخلت الدول الغربية المتقدمة في تقويم عملاتها، أي هناك تغير دائم لأسعار صرف العملات بين الصعود والنزول، أي لا يوجد توازن يحقق بين جهتي العرض والطلب، ومنه يعطي الفرصة للمضاربين أو (المراجحين) إمكانية الحصول على أرباح دون التعرض للمخاطر، وعليه تكون سوق للتبادل العملات الدولية يتمثل في البنوك والسماسرة، تربطهم شبكات اتصال سريعة وفي جميع أنحاء المعمورة، كما لا تتم التسويات السعريّة يومياً، وليس لهم سوق ثانوي للتبادل منظم، والعقود ليست نمطية، ويطلق عليها تسمية أسواق التبادل الآجل، أما في الولايات المتحدة الأمريكية هناك سوق عقود مستقبلية نمطية محددة وواحدة وهو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية.

2-3-3- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: لهذه النوع من العقود عدة أشكال مرتبطة بأسعار الفائدة نذكر منها:

1- عقود الفائدة قصيرة الأجل (Short term Interest Reiter contract): ويتاجر بها في جل الأسواق الدولية الكبرى كشيكاغو، لندن، سنغافورة، وتعطي هذه العقود القدرة للبنوك لتثبيت أسعار استثماراتها، إضافة إلى تمكنها من تقديمها لعملائها كوسائل حماية وتحوط عند ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين وضد انخفاض الفائدة للمستثمرين¹.

2- أدوات الخزينة المستقبلية (Trea Sury Bill futures): هي عقود لبيع وشراء أدوات الخزينة ويجري تداولها بصورة رئيسية بالسوق العالمي للنقد (IMM).

3- سندات الخزينة المستقبلية (CBOT): يتم المتاجرة بهذا النوع من العقود في بورصة (CBOT) وتستحق خلال 20 سنة، وقيمتها (السند) مائة ألف دولار، وتحدد نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند كفائدة سنوية.

2-4- ميكانزمات عمل العقود المستقبلية: يتم عمل العقود المستقبلية وفق ميكانزمات يتحدد إطارها من مفهوم، وخصائص هذه العقود من جهة، ومن جهة أخرى من القوانين والتشريعات التي تنظم عمل سوق العقود المستقبلية المنظم والمحدد بنمطية وكيفية تحددها طبيعة السوق (سلعية أو الأوراق المالية).

و تتم هذه الميكانزمات محددة دور كافة الأطراف المشاركة في صناعة هذه العقود بدءاً من لحظة الإنشاء إلى نهاية تسويتها وفقاً للمراحل التالية²:

1- يعطي كل من المشتري والبائع لشركة الوساطة المالية التابع لها كل منها تعليماته لتنفيذ الأمر.

2- تطلب شركة الوساطة المالية التابع لها المشتري، والأخرى البائع، من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليهما.

3- يلتقي الوسيطان المنفذ للمشتري وللبائع بالقاصة المخصصة ببورصة العقود.

4- يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية المخصصة لذلك.

5- يقوم الوسيطان اللذان قاما بإجراء عملية التعاقد بإبلاغ شركة الوساطة التابع لها كل وسيط بالسعر الذي تم به التعاقد.

6- تقوم شركتي الوساطة التابع لكل منهما إحداها للشاري والأخرى للبائع بإبلاغهما بسعر الذي تم به التعاقد.

7- يودع كل من الشاري والبائع تأميناً هامشياً لدى شركة الوساطة التي يتبعها يتراوح بين 5% إلى 18% من القيمة الاجمالية للعقد.

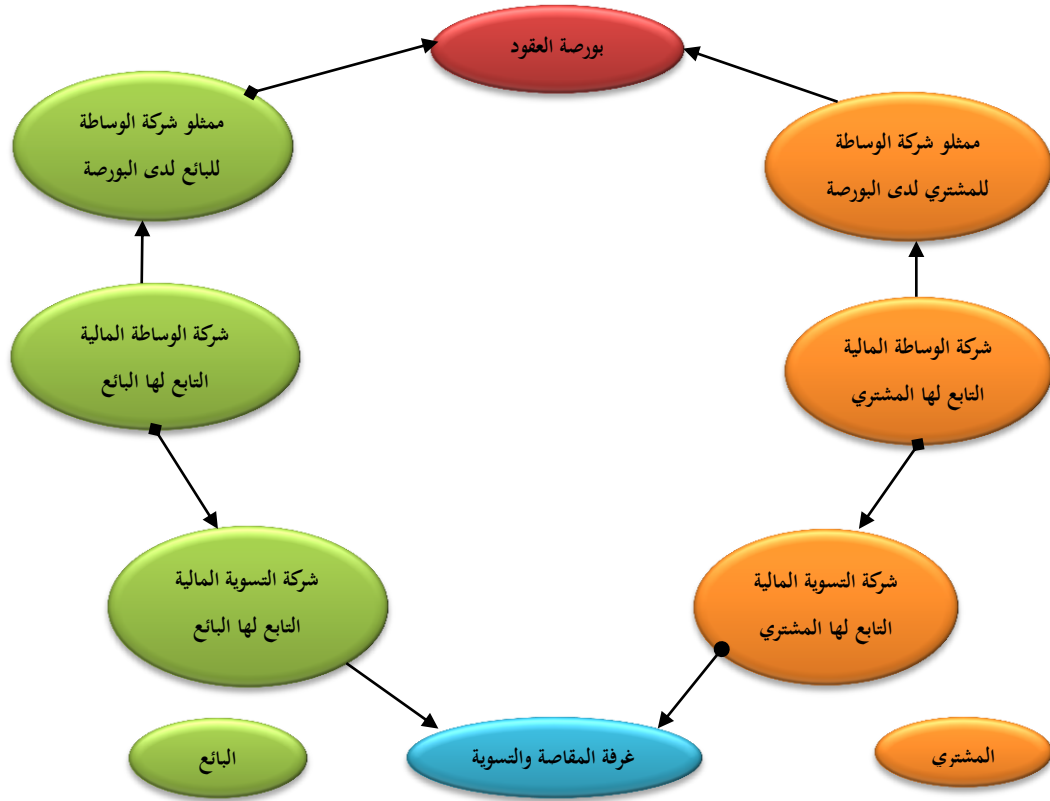
8- تودع كل من شركتي الوساطة (البائع / المشتري)، التأمين الهامشي المودع لديها في شركة التسوية التي تتبع كل منهما.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 381.

² - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 220 - 221.

9- تعمل شركتنا التسوية بإعادة إيداع التأمين الهامشي المودع لديها لدى غرفة المقاصة والتسوية (clearing house).

الشكل رقم (6-5): مراحل عملية تنفيذ العقود المستقبلية



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

3- المقارنة بين مميزات العقود الآجلة والعقود المستقبلية: يمكن وضع جدول نستخرج من خلاله مقارنة العقود الآجلة بالعقود المستقبلية موضحين فيها أوجه الشبه والاختلاف كالتالي:

جدول رقم (6-1): المقارنة بين مميزات العقود الآجلة والعقود المستقبلية

البيان	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
طبيعة العقد	هي عقود شخصية قائمة على التفاوض بين الطرفين البائع والمشتري، وفقا لرغبات المتعاقدين وتراضيههم.	هي عقود نمطية تحدد بدقة تامة منتهجة معايير محددة تعلن عنها من قبل إدارة السوق من حيث أنواع الأصول وكمياتها وأحجامها وتاريخ تسديدها.
مكان تداول العقود	تنظم في أسواق مالية غير منظمة.	تنظيم في أسواق منظمة تتغير أسعارها وفق منطق العرض والطلب، وتتم عمليات إبرام الصفقات عن طريق وسطاء مؤهلين للبائع والمشتري.
سعر التسليم.	بقاء سعر الأصل الحقيقي محل التعاقد ثابت خلال كامل فترة العقد إلى غاية تاريخ استحقاقه وتسليمه.	يعدل سعر التسليم أو يتابع تغيرات أسعاره ويتم تسويته يوميا.
طريفي التعامل	تبرم العقود بين البائع والمشتري بطريقة مباشرة بإحدى	يتم إبرام العقود بين مؤسسة التقاص للبائع

وسائل الاتصال الحديثة.	ومؤسسة التقاص للمشتري.	
يتم تحديد الهامش الائتماني مرة واحدة كضمان لطرفي العملية البيع/ الشراء، عند تاريخ توقيع العقد.	يحتفظ بالتأمين الهامشي لتمكين من اجراء التسويات السعريّة من صعود ونزول.	التأمين الهامشي
تتم تسوية العقد عند تاريخ الاستحقاق والتسليم للأصل.	تتم التسوية في أي وقت من الأوقات قبل أن تتم التسوية النهائية النقدية.	تاريخ التسوية.
يتم تسليم الأصل الحقيقي محل التعاقد عند تاريخ انتهاء العقد أو الاستحقاق.	لا يسلم الأصل عادة قبل تاريخ تسوية العقد النهائية، وإنما يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.	تسليم الأصل الحقيقي محل التعاقد
يجب التأكد من الملاءة المالية التي يتميز بها طرفي العقد (البائع/ المشتري) لمعرفة مدى قدرتها على الوفاء بالتزامات بنود العقد للتحوط من المخاطر.	إن السوق المنظم وبوجود غرفة المقاصة والتسويات ونظام التأمين الهامشي والتسويات اليومية للفوارق السعريّة، تحمي العقد من مخاطر عدم الوفاء بالتزامات بنود العقد المتفق عليها.	التحوط من المخاطر
تعتبر العقود الآجلة أقل سيولة، إذ طبيعة العقد تفرض على أي طرف يريد الخروج من العقد بإمكانية إيجاد طرف آخر يتم قبوله من الطرف الآخر ليحل محله.	تتمتع بسيولة كبيرة، نظرا لوجود امكانية نصفية مركز من أي الطرفين ودخوله في مركز معاكس لمركزه الأصلي نتيجة نمطية هذه العقود.	السيولة النقدية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية اسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 9.
- منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء2، مرجع سبق ذكره، ص: 6-7

المطلب الثالث: عقود الخيار والمبادلات

1-عقود الخيارات: ظهرت العقود الآجلة من الناحية التاريخية كبادرة أولى لعقود المشتقات تبعثها العقود المستقبلية، ثم عقود الخيارات فعقود المبادلة¹.

و يعود تاريخ ظهور عقود الخيارات إلى أربعينات القرن التاسع عشر، حيث كان يتم التداول بها في الاسواق غير المنظمة **over-the-counter market (OTC)** أو ما يطلق عليه بالأسواق الموازية، ففي مدينة نيويورك كانت تتداول عقود الخيارات على مختلف السلع الزراعية وهذا من خلال شركات السمسرة، إلا أنه في بداية القرن العشرين قامت مجموعة من شركات الاستثمار بتأسيس اتحاد سمسرة عقود الخيار، **Put and Call Brokers Association**، ليكون الهيئة المنظمة لشؤون الأعضاء وكيفيات طرق التداول في الأسواق غير المنظمة، ويلعب أعضاء الاتحاد من تجار وسمسرة دور الوسيط بين مستثمري العقد ومحرره².

1-1- مفهوم عقود الخيارات: لعقود الخيارات عدة تعاريف نذكر أهمها كالتالي:

التعريف الأول: ((عقد الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري ومحرر ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو ان يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد (**Price Exercise or Strike**) على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية (**Expiration data**)، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة (**Premium**)، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد)³.

التعريف الثاني: ((الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك التزاما بأن يشتري أو يبيع أصلا بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه)⁴.

و من خلال هذين التعريفين يمكن التركيز على جوهر مفهوم عقد الخيار في الآتي:

حامل عقد الخيار (المشتري)	هو الطرف المستفيد من حق الخيار الذي يعطيه له العقد بشراء الأصل أو بيعه حسب نوعية الخيار أهو للشراء أو للبيع.
محرر عقد الخيار (البائع)	هو الطرف الملتزم بتنفيذ بنود العقد، شراء أو بيع للأصل موضوع العقد، في حالة طلب المشتري لتنفيذ العقد.
المكافأة.	و عي قيمة يدفعها المشتري مقابل حق الخيار الشراء للبائع.
السعر السوقي	هو سعر الأصل الحقيقي في السوق موضوع العقد، عند تاريخ إبرام العقد أو عند نهاية فترة العقد.
سعر التنفيذ.	هو سعر المحدد مسبقا لتنفيذ عقد الخيار (سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق).
تاريخ تنفيذ العقد.	هو التاريخ الذي يقوم مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
تاريخ انتهاء العقد	هو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

¹ - منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في الهندسة المالية- ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 5.

² - نفس المرجع، ص: 55-56.

³ - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق ، ص: 5-6.

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق ، ص: 154.

المصدر: - بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

- محمد عبد المنعم جودة حزين، "دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف في البنوك التجارية المصرية - دراسة تطبيقية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد 3، 2003، ص: 253. كما يطلق على مشتري عقد الخيار **Buyer** بصاحب المركز الطويل (**Long Position**) ويطلق على محرر عقد الخيار **Writer** بصاحب المركز القصير (**short position**)¹.

1-2-أنواع عقود الخيارات: تقسيم عقود الخيارات إلى أنواع متعددة، ونركز في بحثنا على النوعين الرئيسيين الذين كانا أساس هذا النوع من العقود، وهما عقد خيار البيع وعقد خيار الشراء.

1-2-1-عقد خيار الشراء: ((يكون للمشتري الحق في أن يشتري من المخر عدد معين من وحدات أصل ما))². و هذا الأصل الحقيقي يمكن أن يكون سلعة (زراعية أو منتج صناعي) أو أدوات مالية متداولة في السوق الثانوية بالأسواق المالية.

كما يعرف عقد خيار الشراء بتعريف ثاني: ((بأنه عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر معين))³.

و يتم استخدام عقود خيار الشراء من المضاربين الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأصول الحقيقية في الأسواق (أسواق السلع بالنسبة للبضائع)، (أسواق المال) بالنسبة للأدوات المالية).

كما تهدف عقود خيار الشراء كأداة للتحوط أو للتغطية أو التأمين من مختلف المخاطر السوقية (السعر / المواصفات / الكمية / الوفاء والالتزام).

1-2-1-أنواع عقود خيارات الشراء: لعقود خيارات الشراء أنواع متعددة، نركز فيها على:

1-عقود خيارات شراء مغطاة (Covered Call Option): يكون المخر مالكا للسهم أو السند بالنسبة للأدوات المالية أو السلع والبضائع والخدمات بالنسبة للأصول الحقيقية، الذي يحرر عليه عقد الشراء، وعليه إذا ما قرر الشاري بتنفيذ الخيار قام بتسليم (البائع) الذي يملكه من الأصول إلى مشتري العقد، مقابل حصوله على ثمن (سعر) التنفيذ (لخيار شراء العقد).

2-عقود خيار شراء غير مغطاة (Naked Call Option): يكون في هذا النوع من عقود الخيار المخر غير مالك للأصول الحقيقية، وعليه إذا اختار المشتري تنفيذ العقد، يضطر المخر لشراء الأصل الحقيقي محل موضوع عقد الخيار وتسليمه للمشتري مهما كان سعره.

1-2-2-عقد خيار البيع (Put Option): تعرف على ان: ((يكون من حق المشتري بيع أوراق مالية لطرف آخر هو المخر))⁴.

كما عرفت بأنها: ((بأنه عقد على دفع مبلغ من المال مقابل أن يكون لمن دفع ثمن الخيار حقا في أن يبيع لمن حرر له العقد ورقه مالية معينة في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد))⁵.

¹ - منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 6.

² - منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 6.

³ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 156.

⁴ - منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 12.

⁵ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 165.

و يلاحظ على التعريفين السابقين أنهم يتحدثون عن الأسهم العادية على أنها الأصول محل التعاقد، ولكن الأمر يتسع سواء في عقود خيار الشراء أو البيع إلى الأصول موضوع التعاقد إلى مختلف أنواع السندات، وأسعار الفائدة والمؤشرات المتعلقة بالأسواق لأسعار أسهم الشركات أو تقلبات أسعار العملات الدولية... الخ.

كما يتم استخدام هذا النوع من عقود خيار البيع من المضاربين الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأصول محل التعاقد. كما تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف* (Short Sale) ويكون باستطاعة المضارب (عقد اختيار البيع) أن يشتري الأصول بسعر التعاقد محققا ربحا يمثل الفرق بين السعرين، ويستخدم ضد مختلف المخاطر السوقية.

1-2-2-1-أنواع خيارات البيع: كما ذكرنا في أنواع خيارات الشراء فإنه توجد خيارات بيع مغطاة وأخرى غير مغطاة، وتنطبق عليها نفس فكرة عقود خيارات الشراء:

1-عقود خيار البيع المغطاة Covered Put Option: عندما يبيع محذر العقد الأصل المحذر عليه موضوع العقد على المكشوف، فعندما ينخفض سعر الأصل عن سعر التنفيذ فيسعى المشتري العقد إلى تنفيذه، يقوم المحذر بشراء الأصل من السوق بالسعر المنخفض لأقفال مركزه على صفقة البيع على المكشوف محققا أرباحا، لعلها تكفي لتعويض كلي أو جزئي عن الخسائر التي منى بها نتيجة قيام المشتري بتنفيذ العقد¹.

2-عقد خيار البيع غير المغطاة Naked Put Option: في هذه الحالة يدخل البائع طرفا في عقد خيار بيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع المكشوف أي لم يكن يملك بالفعل الأصول (أوراق مالية، سلع، عملات) التي التزم ببيعها، وإنما يقوم بتحرير عقد الاختيار على أساس أنه يقوم بعملية الشراء من السوق واعطائها للمشتري في حالة ما إذا قرر المشتري تنفيذ عقد الاختيار وممارسة حقه في الشراء.

1-3-خصائص (مميزات) عقود الخيار: من خلال تحديد مفهوم عقود الخيار وأنواعها يمكن تحديد أهم مميزات عقود الخيار ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (6-2): خصائص (مميزات) عقود الخيار

البيان	الخاصية
طبيعة عقد الخيار	هو عقد مشتق (يصبح ورقة مالية) يستمد قيمته من الأصل الحقيقي (كالسلع، الأسهم، السندات...)
توقعات طرفي العقد	يبني العقد على توقعات طرفي العقد على التنبؤات المستقبلية لأسعار السوق فهناك طرف يضارب على ارتفاع الأصول محل العقد خلال فترة العقد فيقدم على شراء حق الشراء، والطرف الثاني يتوقع عدم ارتفاع الأسعار السائدة عند التعاقد، فيقدم على بيع حق الشراء ليربح ثمن المكافأة.
ثمن عقد الخيار	عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، ويعطيه الحق في الاختيار بين التنفيذ وعدم تنفيذ الخيار مقابل دفع مكافأة تسمى ثمن الشراء.
المستفيد من ثمن الخيار	يدفع ثمن الخيار لمحذر العقد (البائع) ويلتزم بتنفيذه في حالة ما إذا رغب مشتري العقد في ممارسة حق الشراء.
تداول عقود	صاحب عقد الخيار له حق بيع عقده لجهة ثانية بثمن متفق عليه بينهما، ويعني هذا أن عقود الخيار لها قابلية

* البيع على المكشوف (short selling): عملية يقوم بها المضاربون عندما يتوقعون انخفاض متوقع في سعر السلعة أو أداة مالية أو ورقة مالية (سهم) في بورصتي السلع والأموال عن طريق اقتراضها وبيعها أو عن طريق بيع عقد ثابت أو أجل من طرف وسيط بالسعر الجاري المرتفع مع إعادة شرائها ودورها للوسيط عند انخفاض سعرها، وعندئذ يحصل المضاربون على ربح مساوي للفرق بين سعري البيع والشراء، مطروحا منه عمولة الوسيط.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 15.

الخيار	التداول.
مقدار أرباح وخسائر العقد الخيار	لمشتري الخيار خسائر تتضمن (ثمن العقد)، أما أرباحه فهي غير محدودة.
روح المضاربة في عقد الخيار	تعطي عقود الخيارات لأصحابها فرصة الدخول في صفقات كبيرة في المستقبل (كمضارب)، ولا يدفع من قيمة الصفقة إلا ثمن الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

من اعداد الباحث بناء على التعريفات السابقة

1-4- مقارنة عقود الخيار والعقود المستقبلية: يلخص الجدول ادناه مقارنة عقود الخيار بالعقود المستقبلية كالتالي:

الجدول رقم (6-3): مقارنة عقود الخيار والعقود المستقبلية

عقود الخيارات	عقود مستقبلية
يبني عقد الخيار على حق الشراء أو بيع أصل وفق شروط يتفق عليها من طرفي العقد.	تبنى العقود المستقبلية على أساس ابرام صفقات شراء أو بيع فعلية بين طرفي العقد، إلا أنها تكون مؤجلة لوقت لاحق في المستقبل.
يدفع مشتري حق الخيار للمحرر (البائع) مكافأة (ثمن الخيار) عند ابرام العقد وهي بمثابة الثمن الذي يقابل عقد الخيار ولا يمكن استردادها.	يدفع طرفي عقد المستقبلات للوسيط بينهما (ليقوم بعملية التسوية) هامشا ماليا يقدر بنسبة محددة من القيمة الاجمالية للعقد، وهذا من أجل تأمين الالتزام من طرفي العقد والدخول في التسوية النهائية عند استفاء العقد أجله.
تقتصر خسائر المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة عند ابرام العقد.	قد تصل الخسائر إلى دفع القيمة الكلية للعقد.

المصدر: من اعداد الباحث بناء على التعريفات والخصائص السابقة لكل منها.

2-عقود المبادلات: SWAPS (عقود المقايضات): تعد عقود المبادلات من العقود المهمة المصنفة من المشتقات المالية المتداولة في الأسواق، وللتعرف عليها سنتطرق إلى تحديد مفهومها من خلال أهم التعريفات، وخصائصها الرئيسية، وأنواعها والفرق بينهما وبين العقود المذكورة في هذا الفصل.

1-2-تحديد مفهوم عقود المبادلات وأهدافها: رغم أن عقود المبادلات تعتبر من العقود الآجلة غير أنها صنف من المشتقات المالية لما لها من خصوصية تتميز بها عن بقية العقود، وهذا ما سنتطرق إليه من خلال التعريفات والخصائص المميزة لها. **التعريف الأول:** ((أنها في الحقيقة عقد آجل، ولكنها أصبحت ذو أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق))¹.

كما تعرف المبادلات في **تعريف ثاني** بأنها: ((عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير منظمة فقط))².

كما تعرف عقود المبادلات بتحديد الفترة الزمنية للعقد وكيفية تسويته ولذلك عقود المبادلات هي اتفاق بين طرفين أو أكثر بعد

¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، مرجع سابق، ص: 238.

² - السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2010، ص: 261.

مفاوضات بينهما لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية مستقبلية، لهذا تعد من سلسلة العقود لاحقة التنفيذ على فترات دورية (نصف شتوية، فصلية، شهرية)¹.

2-2-خصائص وأهداف عقود المبادلات: لعقود المبادلات مجموعة من الخصائص يمكن إجمالها في الآتي:

2-2-1-خصائص عقود المبادلات: يمكن استخراج أهم مميزات عقود المبادلات من الفلسفة التي تستند عليها إذ تعتبر كأداة لتخفيض كلفة تمويل المشاريع الاستثمارية، وتعطي للمقترض فرص الدخول إلى مصادر تمويل جديدة أو أسعار الصرف المعتبرين كأهم أنواع المبادلات، ومن خصائصها نذكر:

1-تكون عقود المبادلات مبرمة بين الطرفين على أساس تحقيق حاجات الأطراف المتعاقدة.

2-عقود المبادلات تكون أقل تكلفة من الناحية الإدارية.

3-لا تشمل دفعة نقدية أولية.

4-تداول في الأسواق غير الرسمية.

5-تغطية تمويل العمليات الاستثمارية عن طريق الاقتراض من المخاطر السعرية للفائدة أو تقلبات أسعار الصرف.

6-إمكانية تخفيض تكلفة تحويل الاستثمارات بواسطة التوليد المستمر للقروض بتكلفة إقراض أقل تكلفة.

7-تعطي إمكانية التحوط من المخاطر المرتبطة بدورة النشاط الاستغلال العادية للمؤسسة.

2-2-2-أهداف استعمال عقود المبادلات: يهدف استعمال عقود المبادلات بأنواعها إلى تحقيق ما يلي:

أ-التحوط من المخاطر وإدارتها: تعطي عقود المبادلات إلى ابتكار طرق ووسائل مالية تقنية جديدة لإدارة مختلف المخاطر، وذلك بواسطة تقسيم المخاطر المتجمعة مرة واحدة في الأدوات المالية التقليدية المستعملة (كمخاطر تقلب الأسعار للأوراق المالية، والسلع، ومخاطر أسعار فائدة الاقتراض، وكذلك أسعار صرف العملات الدولية وتقلبها)، وتسيير كل نوع من هذه المخاطر بصفة منفصلة بعمليات التحوط المناسبة لكل نوع، وعليه يعطي استخدام عقود للمبادلات في إمكانية تسيير مختلف تقلبات أسعار الفائدة.

ب-زيادة الفرص الاستثمارية: تحقق عقود المبادلات إيرادات إضافية عن طريق زيادة خلق الفرص الاستثمارية والقدرة على تنويع المحافظ الاستثمارية (المالية) للمؤسسات المالية الوسيطة، واعطاء القدرة لصناع السوق (المتعاملين الماليين) في تكوين المراكز المالية، والعمل على تقديم خدمات مالية متنوعة للمتعاملين بما تخدم مصالحهم وفي القدرة على بناء المحافظ الاستثمارية المستهدفة مما يزيد عدد المتعاملين الذين تقدم لهم هذه الخدمات.

ج -تقليل تكلفة المعاملات المالية التقليدية: في بداية إبرام العقد يدفع هامش ائتماني صغير (بدلا من دفع المبلغ كاملا للعقد)، كما يمكن تحديد الحد الأعلى لكلفة الاقتراض أو تحديد الحد الأدنى للعوائد المنخفضة من عملية الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما تستخدم هذه العقود في عمليات إعادة التقييم للوصول إلى هيكل تكاليف يناسب المتعاملين، وكذلك خلق فرص إيجاد مصادر تمويل جديدة عن طريق عمليات المبادلة والقدرة على دخول في أسواق جديدة من خلال هذه العقود (الأدوات المالية).

د-السيولة العالية لهذه العقود: من أهم مميزات هذه العقود هو سيولتها العالية، مما يعطي القدرة للمتعاملين الماليين من تحسين سيولتهم، وإمكانية بيع مراكزهم المالية بسهولة أو إلغاؤها عن طريق الدخول في مراكز مالية مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وذلك تبعا لحاجات المتعاملين.

¹ - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2005، ص: 137.

هـ- **فوائد الاقتصاد:** عمل هذا النوع من العقود على إيجاد أسواق منظمة وموازية أدت إلى التوسع الكبير للتعامل بها، مما خلق فرص عمل كبيرة، وزيادة فرص تحقيق إيرادات تغذي الاقتصاد من حيث الرسوم والعملات الأجنبية.

2-3- النشأة التاريخية لعقود المبادلات: يمكن إيجاز النشأة التاريخية لعقود المبادلات لعام 1970، في مجال العملات الدولية، وذلك عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب قوانين الرقابة البريطانية على تحركات العملات الدولية، وبعد ظهور أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة عام 1981،

لتزداد عمليات انتشار عقود مبادلات السلع، والرهون، والضرائب¹، وبلغ عشرات التريلونات من الدولارات الأمريكية مع حلول منتصف التسعينات ونحو ما يقارب 48 تريليون دولار عام 2000².

2-4- أنواع عقود المبادلة: يمكن ذكر الأنواع الأكثر رواجاً لعقود المبادلة وشرحها باختصار حتى يمكننا من فهم أعمق لهذه العقود ومدى التحكم في إسقاط الضوابط الشرعية عليها.

1- عقود مبادلة السلع: يؤسس عقد مبادلة السلعة على أن يلتزم أحد طرفي العقد بالشراء لحظة إبرام العقد من الطرف الثاني لكمية محددة من السلعة محل التعاقد بسعر البيع السائد، ويتم سداد الثمن فوراً، وبيعها في نفس التوقيت بيعاً آجلاً بسعر يتفق عليه مسبقاً، ويتم السداد للمبلغ على فترات زمنية مختلفة يتفق عليها³.

و تعد عقود المبادلة السلعية إحدى منتجات السوق غير الرسمية ويجري الاتفاق على مكونات العقد وفقاً لمتطلبات من يقوم بالعمليات الهادفة إلى التحوط ضد المخاطر، وشاع استخدامها في مجال الطاقة وخاصة ما تعلق بزيوت البترول⁴.

كما يعزى نمو أسواق عقود المبادلات السلعية إلى القيود المفروضة في السوق الرسمية على المتحويين والمضاربين والتي تأخذ شكل العمليات النمطية الغير مرنة للعقود التي يتم إنشاؤها في هذه الأسواق⁵.

2- عقود مبادلات العملة (currency swaps): هي افتراض إحدى الشركات بعملة معينة مع أنها قد تكون هي في حاجة إلى عملة أخرى، فتتوجه الشركة إلى الوسطاء المتخصصين بالتجارة في المبادلات التي تقوم بعملية التوفيق بين تلك الشركة وشركة أخرى تحتفظ بمركز عكسي، ويعمل على إيجاد الترتيبات اللازمة لتبادل الشركتين للتدفقات النقدية (Cash Flows)⁶.

3- عقود مبادلات أسعار الفائدة: هي اتفاقية بين طرفين يتوفقان على أساسها بتبادل مدفوعات وفقاً لصيغ محددة بسعر فائدة معوم وآخر ثابت، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد تم الاتفاق عليه بينهما، ويتم أداء سلسلة من مدفوعات الفائدة إلى الطرف الآخر في تواريخ زمنية محددة مسبقاً⁷.

تعتبر عقود مبادلات العملات هي الأولى في الظهور، إلا أن هذا النوع (مبادلات أسعار الفائدة) ازداد انتشاراً من حيث حجم التعامل، ويرجع السبب عند أغلب الكتاب الغربيين لظهور هذه الأداة وقوة نموها، وسرعة تداولها، كان استجابة لمتطلبات إدارة التقلبات المتزايدة في أسعار الفائدة بعد صدور قرار مجلس إدارة بنك الاتحاد الفيدرالي الأمريكي عام 1979 للسماح بانطلاق أسعار الفائدة دون قيود⁸.

¹ - عباس منيرة، "المجازف والمشتقات المالية بين الواقع العلمي والتكيف الشرعي، مجلة الاقتصاد الجديد"، جامعة خميس مليانة، المجلد الثاني، العدد الخامس عشر، 2016، ص: 136.

² - أبو سليمان عبد الوهاب إبراهيم، "فقه المعاملات الحديثة"، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، دار ابن الجوزي، 2005، ص: 127.

³ - عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي"، دار طيبة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 2004، ص: 119.

⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق، ص: 257.

⁵ - نفس المرجع، ص: 241.

⁶ - نفس المرجع، ص: 241.

⁷ - نفس المرجع، ص: 248-249.

⁸ - نفس المرجع، ص: 247.

4- عقود مبادلات الأسهم: عرفها صندوق النقد الدولي على أنها: ((مبادلة يقايض من خلالها أحد الأطراف سعر عائد متصل بالاستثمار في سهم معين بسعر عائد على الاستثمار في سهم آخر، كمقايضة أسعار العائد على مؤشرات أسهم مختلفة أو بسعر عائد في غير الاستثمار في الأسهم كسعر فائدة على أية أداة أخرى))¹.

كما تعرف بـ ((في مقايضة الأسهم فإن المستثمر يقبض العائد على نوع معين من مؤشرات السوق في مقابل أن يدفع إلى وسيط المبادلات وفقا لسعر " الليبور " LIBOR* أو سعر ثابت أو أي مؤشر آخر للسوق))².

نظرا لأهمية عقود مبادلات الأسهم يعود إلى اعتمادها على أهم شرط رئيسي يتمثل في كون المدفوعات النقدية لأحد أطراف العقد يكون على الأقل بسعر عائد يتعلق بنوع السهم أو بمحفظة الأوراق المالية أو مؤشر الأسهم في السوق المالية أو بسعر ثابت.

2-5- الهيكل الأساسي لعقود المبادلات: تعتمد عقود المبادلات بمختلف أنواعها على ما يلي:

أ- مقدار أو مبلغ متفق عليه National amount (مثل مبادلة أسعار الفائدة أو العملة الأجنبية أو مبادلة الأسهم)

ب- كمية سلعية (مثل المبادلات السلعية).

و يمكن تلخيص الهيكل الأساسي لمبادلات الأسهم في الجدول أدناه:

الجدول رقم (4-6): الهيكل الأساسي لعقود مبادلات الأسهم

هيكل عقد مبادلات الأسهم
1- مقدار أساسي أو سعر ثابت.
2- مدة حياة المبادلة.
3- تحديد تواريخ الدفعات مسبقا.
4- وجود طرفي عقد مبادلة (المستخدم النهائي، وسط المبادلات).

من اعداد الباحث بناء على التعريفات والخصائص السابقة

2-6- عقود المبادلات الاختيارية: إذا تم الاتفاق بين طرفي العقد على استخدام الاختيار على إحدى أنواع المبادلات، فيسمى

عقد مبادلة اختيارية. ولقد أخذت عقود مبادلات الخيار عدة تعريفات يمكن ذكر أهمها:

التعريف الأول: ((هذه العقود تعطي لحاملها الحق وليس التزاما للدخول في مبادلة سعر الفائدة وفقا لشروط يتم الترتيب لها مسبقا))³.

التعريف الثاني: (المبادلات الاختيارية كما تسمى، تأخذ شكل الخيار على مبادلة سعر الفائدة، وتتم عملية هيكلتها كعقود الحد الأقصى أو الحد الأدنى أو وفقا لعقود الطرق بسعر تعاقدى يقابل احتياجات العملاء))⁴.

من خلال هذين التعريفين نلاحظ بأن تغيرات سعر الفائدة المَعُوم يكون دائما عرضة للارتفاع.

¹- Robert M. Heath, " The statistical measurement of Financial derivatives" International Monterey Fond, (IMF), working paper 1998, Statistics Département, March 1998.

* LIBOR هو سعر الفائدة السائدة بين بنوك لندن، ويستخدم كمقياس مرجعي على نطاق واسع خلال أيام الأسبوع من حوالي الساعة الحادية عشر صباحا، ويقوم ثمانية عشر بنكاً من البنوك الكبيرة، تحت إشراف جمعية المصرفيين البريطانيين (British Ban Kars Association) بإبلاغ سعر الفائدة الذي يمكنهم من اقتراض مبلغ مالي " معقول" من الدولارات من بعضها البعض في وسط ما يطلق عليه بسوق المعاملات بين بنوك لندن، وتقوم الجمعية بحساب الليبور يوميا وتستبعد القيم المتطرفة وهي الأسعار الأعلى والأدنى، وبعدها تحسب الوسط الحسابي للأسعار المقدمة. LIBOR: (London Interbank Offered Rate).

²- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سبق ذكره، ص: 262.

³- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

⁴- Charles Errington" Financial Engineering" A hand book for managing the risk – reward relationship, Published by Basingstoke, Hants, England, Macmillan 1993, p: 199

المبحث الثالث: التصكيك الاسلامي

تمهيد:

تعد عملية التوريق من حديثة العهد في البحوث العلمية والتطبيقات المالية المعاصرة، وتطور التعامل بها بسرعة كبيرة في النظم والمؤسسات المالية التقليدية، وقدم نجاحات كبيرة ومتعددة ووجد حلولاً لكثير من المعضلات التي تعاني منها الاسواق الرأسمالية التقليدية، كتوفير السيولة والتمويلات الضرورية للاستثمارات، كما يعمل التوريق على تقسيم وإدارة المخاطر وتحويل جزء منها الى جهة أخرى، الا أنه من كثير من الأحيان شكل أزمات مالية حادة نابعة من فلسفة المالية التقليدية، وعليه أخذت المؤسسات المالية الاسلامية الفكرة وقيدتها بالفلسفة الاسلامية للتعاملات المالية واعطته مسمى "التصكيك الاسلامي" للاستفادة من إيجابياته وأخذ المحاذير الشرعية الاسلامية في ضبط مختلف مراحل عملية التصكيك.

ولأخذ فكرة تفصيلية عن العملية قسمت الدراسة الى:

المطلب الاول: ماهية التوريق التقليدي

المطلب الثاني: ماهية التصكيك الاسلامي

المطلب الاول: التوريق التقليدي

تمهيد:

يعد التوريق عملية مالية فنية حديثة ، تعمل فيه عدة جهات ولكل منها دور محدد وفق خطوات وأساليب تقنية محددة بإجراءات عملية تحكمها قوانين ونظم عالية الدقة والانضباط. وسنتطرق في هذا الاطار الى ماهية التوريق ، ونشأته التاريخية والتوسع في استعماله في مختلف العمليات المالية على النحو التالي:

1- مفهوم التوريق التقليدي:

للتوريق التقليدي جملة من التعريفات تحدده حسب المراحل التاريخية التي مرت بها نُظُمُ الأسواق المالية حسب الآتي:

1-1-التعريف اللغوي للتوريق: يقال في اللغة أَوْزَقَ الرَّجُلُ: أَيْ صَارَ ذَا وَرَقٍ ، وَالْوَرَقُ: الدَّرَاهِمُ الْمُضْرُوبَةُ مِنْ فِضَّةٍ¹.

1-2-التعريف الاصطلاحي للتوريق: هناك عدة تعريفات توضح وتحدد مفهومه نذكر منها:

التعريف الأول: يعد التوريق إحدى الابتكارات الحديثة التي عرفتها الاسواق المالية، ويستند على بيع ديون القروض المتجمعة لدى البنوك وشركات التمويل العقاري على عملائها الذين قاموا بشراء العقارات الى إحدى الشركات المتخصصة من أجل التقليل من المخاطر الائتمانية والسيولة بالنسبة الى المؤسسات المالية التي أقرضت من أجل تداولها في السوق الثانوية².

التعريف الثاني: عملية التوريق هي عملية تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة الى أدوات مالية سائلة كالأسهم والسندات تكون قابلة للتداول في أسواق المال، وتعتبر أدوات مالية تستند على ضمانات مالية أو عينية لها تدفقات نقدية متوقعة، ولا تعتمد على قدرة المدين على الوفاء بديونه المستحقة³.

التعريف الثالث: يعد التوريق إحدى الأنشطة المستحدثة إذ بواسطتها يمكن للمؤسسات المالية البنكية او غير البنكية بتحويل الحقوق المالية لدى الغير والغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول الى مؤسسات مالية متخصصة ذات الغرض الخاص، من أجل القيام بعملية إصدار أدوات مالية جديدة مقابل هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في الاسواق المالية⁴.

¹ - نزيه حمادة، "معجم المصطلحات المالية والإقتصادية في لغة الفقهاء"، الطبعة الاولى، دار القلم، دمشق، سوريا، 2008، ص:153.

² - عبانة عمر يوسف عبد الله، "الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصاد اسلامي"، عالم المكتب الحديث، عمان، المملكة الاردنية، 2011، ص:153.

³ - المحجازي عبيد على احمد، "التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص:10.

⁴ - نظير رياض محمد شحات، "إدارة محافظ الاوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، كلية التجارة بجامعة المنصورة، مصر، 2007، ص:274.

التعريف الرابع: ممارسة التوريق تعمل على تجميع أكبر ما يمكن من القروض الممنوحة للمقترضين والغير قابلة للتسييل في وعاء، واستخدامها في عملية إصدار أدوات مالية وبيعها للمستثمرين، معتمدة على قوة الوعاء وصلابته¹.

من خلال التعريفات السابقة يمكن ان نوضح التالي فيما يخص عملية التوريق:

- يتطلب التوريق تجميع اكبر موجودات مثل الديون المستندة الى بوثائق قانونية لهونات مختلفة الأنواع والأشكال؛
 - تتم عملية بيع الديون الى مؤسسات ذات الغرض الخاص (SPV-Special Purpose Vehicle)، وتقوم هذه الشركات بإصدار ادوات مالية مستندة الى تلك الموجودات وطرحها للإكتتاب عام لمختلف شرائح المستثمرين؛
 - يتم التنازل عن القروض في مجموعة واحدة، ومنه يتم الاصدار والاكتتاب في عملية واحدة؛
 - ان لا تكون القرض المورقة تتضمن خطر عدم السداد لأقساطها عند تاريخ التنازل عليها؛
 - تحول جميع الضمانات والتأمينات المتعلقة بهذه القروض جميعها من ذمة البنك الى ذمة المؤسسات ذات الغرض الخاص؛
 - يجب أن تكون القروض المورقة مضمونة بهونات عينية،
 - من واجب البنك الذي سيقوم بعملية التوريق اعلام عملائه المقترضين بالعملية الذي يريد فعلها بديونهم؛
- ملاحظة هامة:** يعتبر أساس التوريق مجموع الديون المجمعة المدرة للدخل والتي تعطي للمستثمر القدرة للحصول على عائد يناسب استثماره، وعليه يجب على هذه الديون أن تكون لها درجة عالية من حيث التصنيف الائتماني، و الإنتظام في السداد، للتمتع بدرجة عالية من الجذب للمستثمرين وتضمن بالتالي دخلا منتظما.

1-3- الأطراف الأساسيين في عملية التوريق: تتدخل في عملية التوريق عدة أطراف منها الأساسي والأخر مساعد بالكيفية التالية:

- أ- **المؤرق الأصلي (المكون):** وهو المَكُون أو البنك الذي يرغب في توريق أصوله، ويطلق عليه اسم **المقرض الأصلي**، أي الذي لديه مستحقات مالية (ديون) لدى الغير، أو مالكا للأصول محل التوريق.
- ب- **المُصدِر:** وهي الشركة ذات الغرض الخاص (SVP)، المتمثلة في كيان مؤسسي مستقل عن المؤرق الأصلي، يتم تحويل الأصول محل التوريق الى هذه المؤسسة المالية بمبلغ أقل من قيمتها الأصلية لتمكن من إصدار أدوات مالية وبيعها الى المستثمرين المكتتبين بالمبلغ الكامل للأصل، وتقوم بعملية تقديم مختلف الخدمات المالية، وضمان مستحقات حملة الأدوات المالية.
- ج- **المستثمرون المُكْتَبَتُونَ:** هم الذين يقومون بعملية شراء الأدوات المالية المطروحة للإكتتاب في الأصول المورقة من أجل الإستثمار فيها، كمؤسسات مالية او شركات أو أفراد.

د- **المحفظة المالية للتوريق:** يتم تحصيل الحقوق المالية وعوائدها، ووضعها في حساب خاص يُستخدم في سداد مستحقات حملة الأدوات المالية (السندات)، وعند تاريخ الاستحقاق يتم استرداد قيمة السند وعوائده المحققة².

1-4- الأطراف المساعدة في عملية التوريق: للمساعدة في عملية التوريق تتدخل عدة أطراف نذكر منها:

- أ- **شركات التصنيف الائتماني:** وضعت تصنيفات إئتمانية تقوم بها مؤسسات متخصصة تعمل على تجميع وتتبع كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المالية أو الأدوات المالية المُصْدَرَة والمطروحة للإكتتاب أو التداول وتحليلها وإجراء تقييم دوري لمدى جدارتها الإئتمانية والمالية وبما تتمتع به من قوة الضمان وما تحمله من مخاطر، وهي بمثابة معايير دولية تعتمد عليها المؤسسات المالية، وتهدف

¹ - حامد حسن محمد علي ميرة، "عقود التمويل المستجدة في المصارف الاسلامية"، الطبعة الاولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011، ص: 275.

² - ماجدة احمد اسماعيل شلي، "تطور أداء سوق الاوراق المالية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق" ورقة بحثية مقدمة الى مؤتمر "أسواق الاوراق المالية والبورصات"، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2007، ص: 61.

الى قياس مدى جودة العمليات الائتمانية يعني قدرة الطرف المدين على الوفاء بأقساط الدين عند التواريخ المستحقة له، ومن أهم الوكالات العالمية المتخصصة في هذا المجال نجد: (Poor&Standard Mood's Fitch)، كما وجدت في الأعوام الأخيرة وكالات تصنيف اسلامية كالكوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM)، تقدم الى جانب عمل التصنيف الائتماني، تصنيف الجودة الشرعية للمنتجات المالية الاسلامية.

وتشترط القوانين المنظمة لعملية التوريق وجوب حصول الأصول المراد توريقها على شهادة التصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي ستقوم بإصدار السندات بناءً عليها¹.

ب- شركة خدمات الدين: وهي الطرف القائم بعملية التحصيل الدوري للدين، وتسليمه الى شركة التوريق الخاصة (SPV) لتقوم بعملية سداد ديون حقوق المستثمرين في مواعيد استحقاقها، وقد يكون المورق الأصلي مسؤولاً عن خدمة الدين وقد تكون جهات أخرى².

ج- أمين المحفظة: لأمين المحفظة دوراً هاماً في الحفاظ على حقوق حملة سندات التوريق، ويقوم بمهمة من المهام الضرورية نكر منها³:

- إدارة محفظة الأصول وضماناتها؛
- المراجعة والمراقبة الدورية للمحفظة المالية؛
- تقديم تقرير دوري عن المحفظة المالية للمستثمرين؛
- القيام بإجراءات القانونية في حالة عدم القدرة على سداد الدين؛
- د- ضامنوا عملية الإكتتاب:** يكون ضامنو عملية الإكتتاب إما بنك استثماري، او مؤسسة مالية، تقوم بعملية الاصدار والطرح العام او الخاص لسندات التوريق المصدرة، والتعهد بالإكتتاب في جميعها، والإلتزام بشراء السندات التي لم يكتتب فيها؛ وتشارك في عملية التوريق العديد من الجهات المنظمة والموجهة للعملية لضمان نجاحها كشركات الاستشارات القانونية، والخبراء والمحللين الماليين، ومكاتب الاستشارات المحاسبية والتدقيق.

2- أهمية عملية التوريق:

تكتسب عملية التوريق أهمية خاصة بالنسبة للنظام الاقتصادي والمالي التقليدي منذ ظهوره، وسنوجزها على النحو التالي⁴:

- 1- مصدر تمويل جديد وفعال:** يعطي التوريق وسيلة الدخول الى أسواق رأس المال، وبها نستطيع من زيادة مصادر جديدة للتمويل مع التقليل من المخاطر، مقارنة بالوسائل التقليدية كالإقتراض من البنوك او زيادة رأس المال عن طري اصدار أسهم جديدة وما لها من القيود وزيادة المخاطر؛
- 2- زيادة السيولة وتوسيع حجم النشاطات والأعمال:** تقوم عمليات التوريق بتحويل الأصول غير السائلة الى أصول سائلة نقدية، يعطي للمؤسسة المالية المورقة القدرة على إعادة توظيفها مرة أخرى، مما يعمل على توسيع حجم النشاطات والأعمال؛
- 3- التقليل من مخاطر الائتمان ونقلها الى الغير:** يعمل التوريق على التقليل من المخاطر الائتمانية، وذلك كون الشركة التي تورق جزء من أصولها ليست مسؤولة للوفاء بها لحملة الأدوات المالية، وبهذا تكون قد نقلت مخاطر الائتمان الى الغير؛

¹ - محمد عبد الحليم عمر "الصكوك الاسلامية(التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتدوّلها"، ورقة عمل مقدمة الى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2009 ص: 08

² - محمد صالح الخناوي وجمال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002، ص: 317.

³ - كفاف شافية، "دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية"، مرجع سابق، ص: 397.

⁴ - حامد حسن محمد علي ميرة، "عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية" مرجع سابق، ص: 275.

4- التحرر من القواعد المحاسبية والمالية للميزانية العمومية: تشترط القواعد الأساسية لتسيير الميزانية العامة للمؤسسة جملة من الشروط كمبدأ كفاءة رأس المال، وإيجاد مخصصات مالية تقابل الديون المشكوك في استرجاعها، وهذا كله يعمل على عرقلة أعمال التمويل ويُضَعِفُ من دورة رأس المال، ويقلل من أرباح البنوك، وعليه يعد التوريق بديل جيد لإستحداث تمويل جديد وذلك بعملية توريق جزء من أصوله الغير سائلة لديونها لدى الغير الى سائلة، بدون ما ينجم عنه زيادة في الجزء المخصص للمخاطر المحتملة في ميزاني البنك، أي بدون اللجوء الى خلق مخصصات مقابلة في الميزانية العمومية¹؛

5- يعمل التوريق على زيادة حركية سوق اس المال: من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، والتنوع في عرض في منتجات الأدوات المالية وزيادة حركية سوق رأس المال لتداول السندات؛

3-أنواع التوريق:

للتوريق عدة أنواع تحدد شكلها معايير فنية ذات جدوى اقتصادية ومالية عالية نذكر منها:

1- أشكال التوريق الرئيسية من خلال الشركات المالية ذات الغرض الخاص: يوجد للتوريق المصرفي شكلين رئيسيين وهما:

أ- القروض التجارية: تعتبر القروض التجارية البسيطة التي تلجأ لها الشركات ذات الغرض الخاص من ابسط العمليات التي تستطيع أن تحصل من خلالها على التمويل اللازم لشراء الديون (الأصول) التي يتم توريقها، مع الإلتزام بالجدول الزمني الخاص بالديون محل التوريق والتزامات دفعها الى المقرضين، وذلك عن طريق إنشاء قرض مشترك يحدد له سعر عائد ثابت، و يجب أن يتزامن سداد أصل القرض وفوائده مع تلقي تسديدات الديون محل التوريق في عملية سداد التزامات القرض التجاري؛

ب- إصدار سندات الدين: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعملية إصدار سندات بقيمة تساوي مبلغ الديون موضوع التوريق، وتعتمد على القوة الإئتمانية وما توفره لها من ضمانات، وتستخدم حصيلة الإكتتاب في هذه السندات في عملية شراء تلك الديون، ويؤخذ بعين الاعتبار توافق آجال استحقاق أقساط الديون مع آجال استحقاق السندات وعوائدها، بحيث يجب أن تكون تحصيلات أقساط الديون وفوائدها كافية مقابل سداد قيمة السندات وعوائدها عند آجال استحقاقها.

2- الأشكال الرئيسية من خلال الديون والأصول والدخل: يوجد ثلاثة أنواع رئيسية منها وهي:

أ-توريق الديون: يعتبر توريق الديون هو اولى بدايات العملية كفكرة جسدت على أرض الواقع قبل تطويرها وتنظيمها وتقنينها وخلق الآليات الفنية لخلقها وتسييرها، وكانت البداية بأن قامت المؤسسات المالية المتخصصة في عمليات التمويل بتجميع ديونها المتجانسة في أغراض النشاطات المالية المختلفة، وآجال استحقاقها، وضماناتها في محفظة مالية واحدة تسمى محفظة التوريق، ثم تقوم بنفسها او بواسطة شركات خاصة بعمليات التوريق، بإصدار سندات او صكوك مالية على هذه المحفظة (التوريق) وتطرحها للإكتتاب العام او الخاص على جمهور المستثمرين، وتقوم بهذه العملية من أجل الحصول على السيولة قبل حلول آجال استحقاق ديونها على الغير لِتُحوّل الحقوق الآجلة غير السائلة الى أصول عاجلة سائلة تعطيها فرصة إعادة إقراضها للغير وهذا هو النوع المعمول به في المؤسسات المالية الدولية.

ب-توريق الأصول: تقوم بعض المؤسسات بتوريق جزء من دخولها المستحقة في المستقبل بنفسها أو بواسطة شركات التوريق المتخصصة، وتتم الإجراءات الفنية والتنظيمية بنفس آليات توريق الديون، من أجل ان تتفادى مخاطر وتكاليف الإقتراض من البنوك عند الحاجة الى التمويل.

ج-توريق الدخل: تم خلق هذا النوع من طرف المؤسسات المالية الاسلامية، حيث تم وضع التوريق في صكوك غير ربوية، تقوم المؤسسة بنفسها أو عن طريق شركة توريق متخصصة بطرح صكوك للإكتتاب قابلة للتداول بقيمة بعض أصولها المنتجة للدخل وتقوم ببيعها للجمهور للإكتتاب، ثم تقوم بتأجيرها منهم تأجيرياً تمويلياً، ليتمكن حملة الصكوك من الحصول على أقساط التأجير كعائد،

¹ -النشرة الاقتصادية والمالية، "دائرة المالية لحكومة دبي"، الامارات العربية المتحدة، العدد 66، الصادر في أفريل 2011، ص:6.

تخصم منه عمولة متفق عليها مقابل إدارتها لذلك، ثم في الأخير تقوم المؤسسة بإستهلاك هذه الصكوك بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها لمؤسسة التوريق في نهاية المدة¹.

4-منتجات التوريق:

يتم تصنيف المنتجات الناتجة عن عملية التوريق الى قسمين رئيسين هما:

1- أوراق الرهن العقاري: هي أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية، تجمعها مؤسسات مالية مختلفة كشركات الرهن العقاري، وشركات الادخار، والبنوك التجارية الشاملة، لتقوم بتمويل عملية شراء المقترض لأصول عقارية أو مسكن، ويطبق مبدأ التوريق إذ يقوم المصدر بتجميع كامل القروض في محفظة واحدة، وبيعها للمستثمرين عن طريق الاصدار والطرح للإكتتاب العام لأدوات مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة الديون، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين عند حلول آجال استحقاقها، يتم دفع الفوائد المستحقة الى المستثمرين².

وتنقسم أوراق الرهن العقاري المضمونة بأصول عقارية الى عدة أقسام ، لكل قسم طريقه الفنية في إنشائه وكيفية إستعماله و منها:

أ-الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية (Pass-Through)؛

ب-الأوراق المالية المدفوعة من خلالها التدفقات النقدية (Pay-Through)؛

ج-السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة؛

2-الأوراق المالية غير العقارية: وهي السندات او الأدونات المضمونة بتجميع الأصول المالية وتعطي تدفقات لإرادات مالية

مستقبلية متوقعة، يتم توليدها من طرف البنوك وموردي الائتمان، ومنها قروض السيارات وبطاقات الائتمان....الخ

5-الإجراءات العملية للتوريق التقليدي:

لعملية التوريق التقليدي خطوات ومراحل متعددة بآليات و فنيات مختلفة تطورت مع مرور الزمن حسب ما تقتضيه العملية وهي:

1- يشترط على المورق الأصلي (منشئ) التوريق ملكيته لأصل معلوم تتوفر فيه شروط معينة كوجود ايراد منتظم ومستمر وله آجال استحقاق متوسط او طويل الأجل، ويتوفر على الضمانات المطلوبة.

2-يقوم المرق الأصلي بتجميع الأصول المراد بها عملية التوريق حسب طبيعتها وقيم اقساطها وآجال استحقاقها ومعدلات عوائدها، كالقروض ، والأعيان المؤجرة؛

3-يجب ان تقيم الأصول الموجهة الى التوريق وتحديد القيمة الدفترية لها، حتى يمكن تحديد القيمة التي ستورق بها هذه الاصول؛

4-تتولى التقييم وكالات التصنيف الدولية لتحديد مدى القوة الائتمانية ، وللمقترض في حالة الديون، ومعدل العائد في حالة الإيجارات وأصول المشاركات ومدى انتظام المستأجرين في القدرة على سداد مستحقاتهم، وكفاءة الشركاء؛

5-يجب تقوية الائتمان بالضامين لحقوق حملة الأدوات المالية حتى يتسنى لهم تحصيل مستحقاتهم، ويكونوا من الجهات الرسمية الحكومية او من شركات التأمين أو غيرها، لكي نقلل من مستوى مخاطر التوريق والرفع من قوة جاذبيتها للمستثمرين على مختلف شرائحهم، ومستوياتهم؛

6-عملية تحويل الاصول محل التوريق الى الشركة ذات الغرض الخاص المختصة بالتوريق، مع التقيد واحترام طرق التحويل الفنية المعمول بها، والاتفاق على مبلغ الذي ستدفعه مقابل قيمة الاصول والديون، والإلتزام بالإجراءات القانونية وضمانتها وروايتها الى الشركة ذات الغرض الخاص لتتمكن من القيام بإجراءات الاصدار التالية¹:

¹ - صبري عبد العزيز ابراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الاسلامي"، المؤتمر السنوي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، خلال 1- ابريل 2009، ص:6

² - عبد القادر السيد متولي، "الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، الاردن، 2010 ،، ص:153-154.

أ- بعد إتمام عملية انتقال الأصول من المنشئ الى شركة التوريق (SPV)، تقوم هذه الشركة بإعادة تصنيف الأصول لأنها تتشكل من أنواع متعددة كوحدة القروض ووحدة الأعيان المؤجرة، وتقسيمها الى وحدات وأجزاء لتلبية حاجات ورغبات المستثمرين؛

ب- تعمل شركة التوريق على إصدار أدوات مالية ممثلة للأصل، وغالبا ما تكون سندات بعلاوة اصدار وبقيمة تعادل قيمة الأصول محل التوريق، ثم تعمل على طرحها للإكتتاب العام لجمهور المستثمرين، والجهات المستثمرة في هذا النوع من الإكتتاب هي: المصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات والتأمينات، وهذا بهدف الحصول على عوائد ثابتة؛

ج- بالنسبة الى قيمة أصول محل التوريق تقوم شركة التوريق بسداد قيمته الى المنشئ، وهذا من حصيله بيع سندات التوريق، أو من خلال لجوئها الى الإقتراض لتمويل شراء السندات، مع التقيد بمواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند تاريخ آجال الوفاء بقيمة هذا القرض؛

د- يجب الاتفاق بين منشئ التوريق وشركة التوريق على ضرورة توافق بين تواريخ استحقاق التدفقات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، ويتعين على مسيري عملية التوريق للتوفيق بين قيمة الفوائد المقررة على الديون الأصلية، والفوائد على سندات التوريق التي يملكها المستثمرون؛

7- تحديد الجهة التي ستقوم بخدمة الأدوات المالية، لتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأدوات المالية، ثم القيام بعملية إطفاء لقيمة هذه الأدوات المالية؛

8- تحدد نشرة الإصدار تواريخ كيفية إطفاء الصكوك ودفع قيمها الإسمية، وتتم بطريقتين:

أ- تكوين مخصص مالي يدفع مرة واحدة لجميع المستثمرين حملة الصكوك في تاريخ الاستحقاق؛

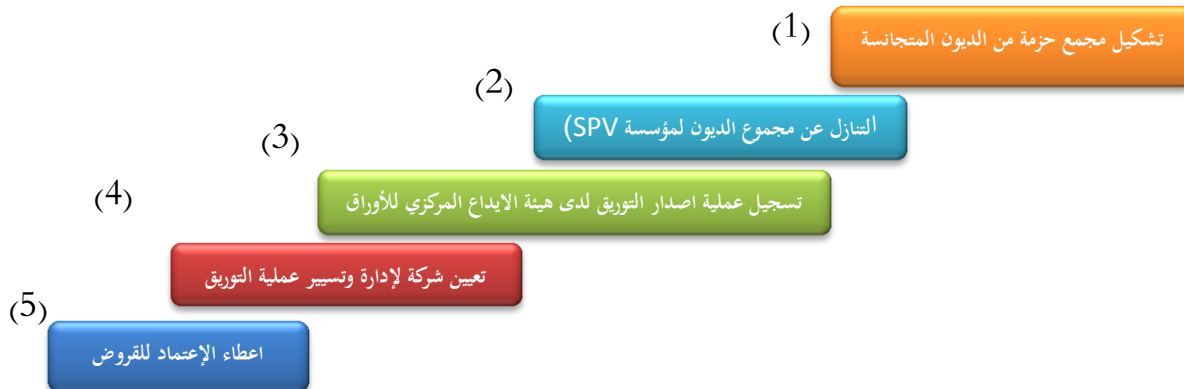
ب- الدفع الدوري والتدريجي لجزء من قيمة الصكوك الى غاية تاريخ الاستحقاق؛

9- يستطيع حملة الأدوات المالية من المستثمرين القيام بعملية بيعها حسب أسعار السوق؛

10- يعد تاريخ الاستحقاق موعد إنتهاء العملية، وتعمل الجهة الضامنة على سداد مستحقات المستثمرين في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورق المستحقات المترتبة عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد؛

من أجل توضيح المراحل الأساسية لعملية التوريق يمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم (6-6): المراحل الرئيسية لعملية التوريق



Source :Abdelkader Beltas, »la titrisation :instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire, Maison d'édition Légende, Alger, 2007,p :112.

¹ - كفاف شافية، "دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية"، مرجع سابق، ص-ص: 399-400.

6-التقييم الفقهي لعملية التوريق التقليدية:

يعد التوريق احدى ابداعات الهندسة المالية التقليدية حديثا، ساهم بشكل كبير في تطوير الأسواق المالية وخاصة في توفير السيولة وتوزيع المخاطر والتطور في انشاء مؤسسات التقييم الائتماني واعتمادها على معايير دولية تتعلق بضمانات القروض الممنوحة ونوعيتها وقدرتها على تغطية الخسائر عند تعثر سداد أقساط الديون بحلول آجال استحقاقها ، ونوعية الاستثمارات ومستوى عوائدها وقدرتها على تغطية فوائد القروض ودخل مكتتبوا اصدارات عملية التوريق.

ان التوريق كعملية يتعلق بالديون في الذمة: قروض، او مستحقات آجلة أو من بيع آجل، وهذا ما لاحظناه في مختلف القوانين المنظمة لعملية التوريق التقليدي، وهو ما يناسب طبيعة التركيبة المالية للميزانية العامة للمؤسسات التقليدية من أصولها وموجوداتها، حيث تشكل مجموعة قروض العملاء أكبر بند في أصول المؤسسات التقليدية، لأنه يعتبر النشاط الأساسي لمختلف عملياتها، والذي يمكن أن تنطبق عليه مختلف آليات التوريق.

الا أنها كعملية انطلقت من الفلسفة المالية الرأسمالية المعتمدة على سعر الفائدة وما يتولد عليه من مداخيل لأصحاب الأموال المُقرضة.

وعليه يلاحظ أنه يؤخذ عليها الكثير من المحاذير الشرعية الاسلامية التي تعتمد في ضبط معاملاتها وفق فلسفة أخلاقية دينية لها ضوابط وحدود، ولهذا يؤخذ على التوريق التقليدي بفلسفته وطريقة استعماله وأنواعه المذكورة سابقا بعدم جوازها من طرف الفقهاء مجتمعين وهذا للأسباب التي سنوردها كالتالي:

1- ديون التوريق التقليدي تؤسس على القروض بإضافة نسبة على المبلغ الأصلي وهو الربا بعينه ولا خلاف عليه؛

2- عملية توريق الديون تتم عن طريق بيعها الى الغير، ومبدأ الشريعة لا يبيح بيع الدين الى غير المدين؛

3- في عملية التوريق يتم بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية (بطريقة الحسم)، وهذا لا يجوز في الشريعة الاسلامية لأنه يعتبر من الربا؛ ان فكرة عدم الإباحة الشرعية لصور وأشكال التوريق التقليدي لا تعود الى رفض ابداعات الهندسة المالية في التوريق، بل الى طبيعة الاصول المُورقة ، ونظراً الى المنافع الكثيرة والمتعددة التي تحققها عملية التوريق وُجِب الاستفاد منها وفق أسس وضوابط التعاملات المالية الاسلامية، والأخذ بمبدأ أصل الإباحة الذي يستند إلى ما يعرف في الفقه الإسلامي "بالإباحة الأصلية"، ويقصد بها أن كل فعل أو ترك مباح أصلاً، ما لم يرد بتحريمه نص صريح، ولقد أجمع على هذا المبدأ فقهاء الشريعة وعلماء الأصول، واستدلوا على الإباحة الأصلية من نصوص كثيرة وردت في القرآن الكريم، من قوله سبحانه وتعالى ((هُوَ الَّذِي خَلَقَ لَكُمْ مَّا فِي الْأَرْضِ جَمِيعًا ثُمَّ اسْتَوَىٰ إِلَى السَّمَاءِ فَسَوَّاهُنَّ سَبْعَ سَمَاوَاتٍ وَهُوَ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ)) (سورة البقرة، الآية 29) ، و يقول جل شأنه ((أَلَمْ تَرَوْا أَنَّ اللَّهَ سَخَّرَ لَكُمْ مَّا فِي السَّمَاوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ وَأَسْبَغَ عَلَيْكُمْ نِعَمَهُ ظَاهِرَةً وَبَاطِنَةً وَمِنَ النَّاسِ مَن يُجَادِلُ فِي اللَّهِ بِغَيْرِ عِلْمٍ وَلَا هُدًى وَلَا كِتَابٍ مُّنِيرٍ)) (سورة لقمان، الآية 20) ، كما ورد الاستدلال من السنة النبوية فقال رسول الله (صلى الله عليه وسلم (إِنَّ اللَّهَ تَعَالَىٰ فَرَضَ فَرَايِضَ فَلَا تُضَيِّعُوهَا، وَحَدَّ حُدُودًا فَلَا تَعْتَدُوهَا، وَحَرَّمَ أَشْيَاءَ فَلَا تَنْتَهِكُوهَا، وَسَكَتَ عَنْ أَشْيَاءَ رَحِمَهُ لَكُمْ غَيْرَ نِسْيَانٍ فَلَا تَبْحَثُوا عَنْهَا))¹ ، وقال رسول الله (صلى الله عليه وسلم) : ((مَا نَهَيْتُكُمْ عَنْهُ فَاجْتَنِبُوهُ، وَمَا أَمَرْتُكُمْ بِهِ فَافْعَلُوا مِنْهُ مَا اسْتَطَعْتُمْ، فَإِنَّمَا أَهْلَكَ الَّذِينَ مِن قَبْلِكُم، كَثْرَةُ مَسَائِلِهِمْ، وَاخْتِلَافُهُمْ عَلَىٰ أَنْبِيَائِهِمْ))² ، وعليه يمكن القول أن الشريعة الإسلامية

¹ - علي بن عمر ابو الحسن الدار قطني، "سنن الدار قطني"، الحديث رقم 27/1834، الجزء الرابع، دار المعرفة، بيروت، 1386هـ، ص184.

² - أبي عبد الله محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري" الحديث رقم 7288، كتاب الاعتصام، باب الإقتداء بسنن الرسول صلى الله عليه وسلم، الجزء الرابع، طبع "جمعية البشرى الخيرية"، كارتشي، باكستان، 2016، ص:3223.

أباحث كل صور السلوك الإنساني التي لم يرد نصاً بتحريمها، وقصر العقاب على بعض السلوك الوارد بالنص الشرعي الصريح، فما أحله الله تعالى فهو حلال، وما حرم فهو حرام، وما سكت عنه فهو منه سبحانه وتعالى، فلا يؤاخذ الناس به. وعليه يجب نقل هذا الابداع المالي والاستفادة منه، وتكييفه مع ضوابط الشريعة الاسلامية نكأن يكون محل البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل له القدرة على دري للتدفقات النقدية وهي كلها آليات جائزة وعرفت بالتصكيك الاسلامي.

المطلب الثاني: التصكيك الاسلامي

تمهيد:

يعد التصكيك الاسلامي من أحدث الأدوات المالية الاسلامية، وازدادت أهميته بعد الأزمة المالية لعام 2008 بعدما أثبتت الأدوات المالية التقليدية وفلسفتها التي تعمل بها قصورها على تفادي مخاطر الأزمات المالية، كما يعمل على توفير طرق تمويل جديدة للشركات الاسلامية والمتوافقة مع الشريعة للإستثماراتها المتنوعة والمتعددة، والبعيدة عن التعامل بالصيغ المختلفة للتعاملات الربوية، حيث تعد الصكوك الاسلامية رغم حداثها الا أنها ضرورية لتطوير الاسواق المالية العربية والاسلامية وحتى العالمية، وتحقق الكثير للتنمية الاقتصادية في الدول التي تتبنى التصكيك الاسلامي.

وستنطلق الى أهم الجوانب المتعلقة بالتصكيك الاسلامي من التعرف على الإطار العام للتصكيك الاسلامي ، وإجراءات التصكيك وضوابطه الشرعية، وضماناته ، والأطراف الرئيسية في عمليات التصكيك، ومعايير تصنيف الصكوك الاسلامية وتطوراتها الحديثة، ودورها كأداة مالية مستحدثة في التأثير على أداء الاسواق المالية الاسلامية.

1- الإطار العام للتصكيك الاسلامي؛

2- الضوابط الشرعية للتصكيك الاسلامي؛

3- إجراءات وأطراف عملية التصكيك الاسلامي؛

1- الإطار العام للتصكيك الاسلامي

1-1- نشأة التصكيك الاسلامي: لعب مجمع الفقهي الاسلامي دوراً كبيراً في تحديد الضوابط الشرعية من حيث المفهوم والآلية والتطور، ويمكن تتبع المراحل التاريخية الهامة لظهور وتطور التصكيك الاسلامي باختصار على النحو التالي:

- ظهر الاهتمام الأول بالصكوك المالية الاسلامية من قبل علماء الفقه والاقتصاد الاسلامي في عام 1976 أثناء انعقاد المؤتمر العالمي الأول للإقتصاد الاسلامي -ICIEF- في مكة المكرمة، لعبت دورات هذا المؤتمر دوراً هاماً في إثراء الأدب وجدول أعمال البحوث المعاصرة في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، وبالتالي يعزز الاعتراف العالمي الرسمي للاقتصاد الإسلامي والتمويل كتحخصص علمي حديث، وأظهر الاقتصاد الاسلامي والتمويل في الآونة الأخيرة قدرة عالية باعتباره نموذجاً جديداً، لا سيما في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2008)، وبالنظر إلى البيئة المتغيرة الاقتصادية والسياسية الراهنة في البلدان الإسلامية.

- تعد المملكة الاردنية الهاشمية في عام 1978 وضمن إنشاء البنك الاسلامي الاردني المؤقت ساهم الدكتور سامي حمود في تقديم دراسة بعنوان **سندات المقارضة**، ويعود الفضل لفكرة **الصكوك الاسلامية** الى الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراسة الأدوات المالية الاسلامية في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الاردنية، وتمخض عنها إيجاد تأصيل شرعي اسلامي لقواعد سندات المقارضة بطريقة فنية متميزة وذلك في عام 1981¹، وكونها تستوفي الضوابط الشرعية (بشأن **سندات المقارضة وسندات الاستثمار**) وأجازها مجمع الفقه الاسلامي الدولي (منظمة التعاون الاسلامي) المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخرة 1408هـ الموافق 6-11 شباط (فبراير) 1988 بحيث كان قراره مفصلاً على النحو التالي²:

أولاً: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

1- ((سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه،

¹ - يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية)"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014، ص: 22.

² - الموقع الرسمي لمجمع الفقه الاسلامي الدولي بجدة، المتصفح بتاريخ 14 نوفمبر 2021: <http://www.iiifa-aifi.org>

بنسبة ملكية كل منهم فيه. ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة.))

2- يجب ان تتوفر في سندات المقارضة لكي تكون مقبولة شرعاً العناصر التالية:

العنصر الأول: ((أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة)).

العنصر الثاني: ((يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس: أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث: بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية)).

العنصر الثالث: ((أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

أ- إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد، وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال القراض ديوناً، تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً، فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة. وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.))

العنصر الرابع: ((أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بما هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس. وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة، لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

3- مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول: يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية، إن وجدت، بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدین. كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه.

4- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

5- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضاعفاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضى الطرفين.

6- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان العقد باطلاً.

ويترتب على ذلك:

أ- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.
ب- أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتنضيق أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التنضيق أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد.

ج- أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

7- يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيق أو التقويم، ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيق (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

8- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيق دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

9- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطالان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

-قام مجمع الفقه الاسلامي بإصدار فتوى تحرم التعامل بالسندات التقليدية وذلك في دورة مارس 1990، واقترح الاستثمار في صكوك قائمة على مبدأ المضاربة¹.

1-2- مفهوم التصكيك الاسلامي: تعتبر الكلمات التالية التصكيك والتوريق والتسنيذ، تستعمل كمرادفات تؤدي معنى واحد، فيطلق على التصكيك نسبة الى الصكوك الاسلامية، والتوريق نسبة الى الاوراق المالية، والتسنيذ اشتقاقاً من السند.

الا أن في الصيرفة الاسلامية يستخدم مصطلح التصكيك ليعني الاوراق المالية الخاصة بالإستثمار الاسلامي المتوافق مع أسس واحكام الشريعة الاسلامية، ويستخدم مصطلح التوريق أو التسنيذ ليدل على الاوراق المالية الخاصة بالإستثمار التقليدي².

وللتصكيك الاسلامي عدة تعاريف تصب كلها في هدف واحد وسنسرده بعد ان نحدد مفهومها اللغوي:

1-2-1- التعريف اللغوي للتصكيك: ((الصَكُّ: الضَّرْبُ الشَّدِيدُ بِالشَّيْءِ الْعَرِيضِ، وَقِيلَ هُوَ الضَّرْبُ عَامَّةً بِأَيِّ شَيْءٍ كَانَ))³.
((صَكَّ الشَّخْصَ: دَفَعَهُ بِقُوَّةٍ، صَكَّ الْبَابَ: أَعْلَقَهُ بِعُنْفٍ))⁴.

الصَكُّ في اللغة: الْكِتَابُ. هُوَ الْكِتَابُ الَّذِي تُكْتَبُ فِيهِ الْمُعَامَلَاتُ، وَالْأَقَارِيضُ بِالْمَالِ وَغَيْرِهِ. وَالصَّكُّ جَمْعُهُ صُكُوكٌ وَقَالَ ابْنُ الْأَثِيرِ ((وَذَلِكَ أَنَّ الْأُمَرَاءَ كَانُوا يَكْتُبُونَ لِلنَّاسِ بِأَرْزَاقِهِمْ وَأَعْطِيَاَتِهِمْ كُتُبًا، فَيَبْعُونَ مَا فِيهَا قَبْلَ أَنْ يَقْبِضُوهَا تَعَجُّلاً، وَيُعْطُونَ الْمُشْتَرِي

¹ - يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الاوراق المالية والتجارية)"، مرجع سابق، ص:23.

² - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية"، ورقة عمل مقدمة الى ندوة "الصكوك الاسلامية: عرض وتقديم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص:4

³ - ابن منظور "لسان العرب" مرجع سابق، ص:2474

⁴ - أحمد مختار عمر، "معجم اللغة العربية المعاصرة"، المجلد الأول، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2008، ص:1310

الصَّكَّ ليمضي ويقبضه، فَتَهَوَّ عَنْ ذَلِكَ لِأَنَّهُ بَيَّعَ مَا لَمْ يُقْبَضْ¹))

1-2-2- التعريف الاصطلاحي للتصكيك: للتصكيك عدة تعاريف كل منها يأخذ زاوية محددة من العملية نذكر اهمها:

التعريف الأول: ((وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصول مالية))².

يلاحظ على هذا التعريف أنه يوضح فكرة تحويل الاجارة الى سندات.

التعريف الثاني: التصكيك الاسلامي هو عملية تحويل حزم الأصول المتوافقة مع معايير الشريعة الاسلامية الى صكوك مالية مستقلة عن الذمة المالية للطرف المنشئ لها، وتكون قابلة للتداول في السوق المالية الثانوية، ويشترط فيها ان يكون الأصل عينا، وله عائد محدد ضمن آجال زمنية معلومة أو غير محدد، ولا يكون خالي من المخاطر الاستثمارية، كما يعد التصكيك عملية فنية تعتمد على تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية الى أجزاء تمثل كل واحدة منها صكاً قابل للتداول وفق معايير وضوابط الشريعة الاسلامية³.

التعريف الثالث: كما عرف التصكيك على أنه ((عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً الى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محله غالبية أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو غير محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر⁴)).

ويلاحظ على اصطلاح الفقهاء على تسمية عمليات التوريق الاسلامي بعمليات التصكيك لسببين جوهريين هما⁵:

- كلمة تصكيك تشتق من كلمة صكوك، وهي البديل الاسلامي لكلمة سندات، وهي تحدد ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المدائنة والفائدة المحرمة.

- كلمة توريق في الفكر المالي التقليدي، تُبنى بصفة أساسية على مُكَوِّنِ الدُّيُون، وهو محرم شرعاً في التبادل تفاضلاً.

ومن جملة التعريفات السابقة التي سلطت الضوء على الجوانب المختلفة لعملية التصكيك الاسلامي، يمكننا استخلاص التعريف التالي: ((التصكيك الاسلامي هو عملية تحويل الأصول الغير سائلة والمُدْرَعة لِدَخْلِ، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية الى صكوك متساوية القيمة تتمتع بسيولة كبيرة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري قابلة للتداول بيعاً وشراءً في اسواق رأس المال وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية)).

2- الضوابط الشرعية والفنية لعملية التصكيك الاسلامي:

لإجراء عملية التصكيك الاسلامي يجب توفر جملة من الشروط احداها شرعية، والأخرى فنية تخضع لمعايير دولية للتصنيف الإئتماني:

1-2-1- الضوابط الشرعية لعملية التصكيك الاسلامي:

1- نوعية الأصول محل التصكيك يجب أن تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، ولها قابلية التصكيك، مع الأخذ بعين الاعتبار المحاذير الشرعية (كالربا، والغش، والغرر،..... الخ)، ويجب أن تكون الأصول المراد تصكيكها مؤسسة على الديون في الذمم من مُنْشِئِ الصكوك الى شركة التوريق نقداً، تفدياً لبيع الدين بالدين المحرم شرعاً؛

2- يشترط من الناحية الشرعية أن تعود ملكية الأصل الى الشركة المنشئة للتصكيك، ويجب أن يكون مولداً لتدفقات نقدية مستقبلية؛

3- ضرورة وجود هيئة رقابة شرعية في المؤسسة المنشئة للتصكيك، حتى تتابع جميع خطوات التصكيك ومدى مطابقتها لأحكام الشريعة طمأنة للمستثمرين وتحققهم من تطبيق مبادئ الشريعة؛

¹ - نزيه حادة، "معجم المصطلحات المالية والإقتصادية في لغة الفقهاء"، مرجع سابق، ص-ص: 280-281

² - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، البنك الاسلامي للتنمية (المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب)، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 34.

³ - عبد القادر زيتوني، ورقة بحثية: "التصكيك الاسلامي ركب المصرفية الاسلامية في ظل الأزمة المالية 2007-2008"، المؤتمر العلمي الدولي: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد اسلامي"، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الاردن، خلال 1-2 ديسمبر 2010، ص: 2.

⁴ - فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشاريع التنموية"، ورقة عمل مقدمة لمنتدى "الصيرفة الاسلامية"، بيروت، لبنان، يوليو 2008، ص: 6.

⁵ - نفس المرجع، ص: 6.

4- يجب ان تكون جميع عمليات التصكيك لا يوجد بها محاذير شرعية، كتحقيقها لجميع الشروط الشرعية للبيع والشراء في مرحلتي الإصدار، والتداول؛

2-2- الضوابط الفنية لعملية التصكيك الاسلامي:

1- يجب أن تكون الأصول المراد تصكيكها ذات مبالغ كبيرة، حتى يتمكن من تقسيمها وامكانية اصدار صكوك بقيمة متساوية وعرضها للطرح من أجل الإكتتاب العام من قبل المستثمرين؛

2- طوال مدة التصكيك يجب ان تحافظ الصكوك على دخل مستمر ومنظم، حتى يُقَوَّى من جذب المستثمرين المكتتبين؛

3- ضرورة وجود تشريعات قانونية، وهيئات حكومية تضبط عملية التصكيك، وتحافظ على الأطراف المتعاملة بالتصكيك؛

4- يمكن لعملية التصكيك ان تأخذ اتجاهين رئيسيين¹:

الأول: تتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة ومُدْرَعة لدخول على أساسها يتم استصدار صكوك لمدة زمنية محددة، وهي بهذه الصورة تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو مجموع الأصول.

الثانية: يتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة يترتب عنها استصدار صكوك مالية تطرح للإكتتاب العام يتم بها تمويل تلك المشروعات أو النشاطات الاستثمارية المحددة، وتكون قابلة للتداول يكون لحملتها عوائد متوقعة من هذه الاستثمارات، وهي بهذا احدى صور المضاربة أو وكالة أو مشاركة مقيدة.

2-3- الأطراف الأساسية في عملية التصكيك: تتدخل في مراحل عمليات التصكيك أطراف متعددة نذكرها على النحو التالي:

2-3-1- المنشئ (Originator): هي الجهة المالكة للمشروع (الأصل المراد تصكيكه) المراد توسعته أو (صاحبة الفكرة الاستثمارية) لإنشائه، ويمكن للمنشئ أن يكون فرداً أو شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة²، وقد تعوض مصدرك الصكوك (المنشئ) في تنظيم عملية الاصدار مؤسسة مالية وسيطة بأجرة أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

يتولى المنشئ الحصول على حصيلة الإكتتاب واستخدامها في استثمارات بالصيغ والطرق الشرعية كما تحددها نشرة الإصدار، ويجب أن يأخذ كل الإحتياجات الشرعية والقانونية من أجل نجاح عملية الإصدار للحاظ على مصالح المكتتبين (المستثمرين) ك³:

أ- تحقيق معايير السلامة المالية والمصرفية وفقاً لشروط ومتطلبات الجهات المشرفة من بنك مركزي وهيئة تنظيم ومراقبة السوق المالية على عملية التصكيك؛

ب- تحقيق الشروط القانونية المنظمة للأعمال المالية داخل البلد الذي يتم في الاصدار؛

2-3-2- وكيل الاصدار (Issuer): هي مؤسسة مالية متخصصة وسيطة ذات الغرض الخاص (SPV) تقوم بعملية تنظيم واتخاذ جميع الإجراءات القانونية والفنية لعملية الاصدار نيابة على المنشئ الأصلي للإصدار، مقابل أجر يتحدد بعقد الوكالة (بالإنفاق) أو يتحدد بما تتضمنه نشرة الإصدار؛

يتفق وجود الشركة ذات الغرض الخاص مه هدف الذمة المالية المستقلة لحسابات الأصول محل التصكيك، وهي من الشروط التي تطلبها القوانين ومعايير الهيئات الشرعية الاسلامية وعليه يجب لصحة عمليات التصكيك الاسلامي ما يلي⁴:

أ- يعتبر البيع الفعلي للأصول محل التصكيك من منشئ الإصدار الى الشركة ذات الغرض الخاص وفق اطار قانوني محدد ينظم عملية نقل كل الحقوق والإلتزامات الى الشركة (SPV)؛

¹ - الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشاريع التنموية"، مرجع سابق، ص: 6-7.

² - زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، الطبعة الأولى، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 84.

³ - كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية"، مرجع سابق، ص: 406.

⁴ - نفس المرجع، ص: 406.

ب- ان عملية النقل الحقيقي والمعلن للأصول محل التصكيك الى الشركة ذات الغرض الخاص يطمئن جمهور المكتتبين المستثمرين، وتكون الأدوات المالية المصدرة تستند الى أصول تمتلكها الشركة (SPV) ملكية خالصة وتامة، وهذا يعد إحدى الضوابط الشرعية الواجب توفرها؛ ويجب الإفصاح عن هذا البيع (من طرف المنشئ الى SPV) واثباته بطريقة قانونية كأن يدرج عقد البيع في نشرة الإصدار للتوافق مع الضوابط الشرعية والقانونية والفنية للإصدار؛

ج- يساعد وجود الشركة ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك، لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمنشئ الأصلي (المصدر) عن الجهة المصدرة، وهذا يقوي الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة؛

2-3-3- مدير الاصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن حملة الصكوك (المكتتبين) في تنفيذ عقد الإصدار، مقابل أجرة محددة متفق عليها؛

2-3-4- متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق مستحقات حملة الصكوك بعد عملية تحصيلها؛

2-3-5- مدير الإستثمار: (Investment manager): هو الجهة التي يتم تعيينها من قبل المنشئ أو مدير الإصدار التي تسند لها ادارة وتنظيم وتوجيه الإستثمار نيابة عن المكتتبين (حملة الصكوك) تنفيذاً للشروط الموجودة في نشرة الإصدار وذلك مقابل أجر محدد متفق عليه.

2-3-6- أمين الإستثمار: وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تقوم بحماية مصالح وحقوق المستثمرين حملة الصكوك، وتشرف على مدير الإصدار، وتحتفظ بجميع الوثائق والمستندات الرسمية وعقود الضمانات، مقابل عقد وكالة بأجر تحدّد بنشرة الإصدار؛

2-3-7- المستثمرون (حاملوا الصكوك) (Investors): هم الذين يقومون بشراء الصكوك الناتجة عن عملية التصكيك والمطروحة للإكتتاب العام في الأصول، مقابل استرداد أصل قيمة الصك وما ينتجه من عائد نتيجة نشاطات الأصول التي تم تصكيكها في تاريخ استحقاق معلوم ومحدد؛

2-3-8- وكالات التصنيف الائتماني العالمية: تقوم هذه الوكالات بأدوار أساسية ومستقلة تعتد بها المؤسسات المالية العالمية كتصنيف الاصدارات المالية المطروح للإكتتاب العام في الأسواق المالية الأولية، وتحديد الأسعار المتوازنة للأدوات المالية المصدرة، وتحديد المخاطر المحتملة لها، كما تعمل على تقييم كفاء العميل، ولقد ظهرت وكالات تصنيف اسلامية تقدم الى جانب الأدوار المذكورة سابقاً خدمات تتعلق بالجودة الشرعية الاسلامية، ومن هذه الوكالات الاسلامية بنحد الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف (IIRA-Islamic International Rating Agency) ومقرها الرئيسي في مملكة البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف الائتمانية (RAM-Rating Agency Malaysia) ومقرها بكونالامبور بدولة ماليزيا؛

2-3-9- المستشار القانوني والضريبي: تستعين الجهات المنشئة والشركات ذات الغرض الخاص باستشارة المكاتب الدولية والمحلية فيما يتعلق بهيكل عملية الإصدار، والعقود الأساسية وما يترتب عليها من الناحية القانونية والضريبية؛

3- أهمية التصكيك: للتصكيك الاسلامي أهمية كبيرة يمكن سردها في النقاط التالية:

1- هناك رؤوس أموال لا يستثمرها أصحابها في التمويل المعتمدة على مبدأ التمويلات الربوي، وهي هامة لتنشيط الاقتصاد وزيادة عوائده وثروته، فيفتح التصكيك الاسلامي المجال لتحريكها في الاستثمارات المبنية على قواعد التمويل الاسلامي؛

2- يقصد بالإستثمار في حالة إجراء عمليات التصكيك الاسلامي هو الحصول على الأصول المدرة للدخل كونها موظفة في إحدى الأنشطة الاقتصادية، مما يعطي لقطاع الأعمال إمكانية الحصول على الأصول المطلوبة للنشاط الاقتصادي بأقل تكلفة تمويلية متاحة¹؛

¹ - معيد علي الجاري، عبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الاسلامية وكيفية الإرتقاء بها"، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض وتقديم، جامعة الملك عبد العزيز بجدة المملكة العربية السعودية، وبالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الاسلامي ومجمع الفقه الاسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي والمعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، المقامة خلال 24-25 ماي 2010، ص-ص: 289-290.

٣- تعطي امكانية استخدام الصكوك الاسلامية للبنوك المركزية ضمن الإطار العام للسياسات النقدية وفقا للمنظور الاسلامي بما يساهم في عملية امتصاص السيولة ، ومنه الى خفض التضخم وإتاحة فرص للمؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها¹.

٤- تعمل على ايجاد ادوات مالية تعمل وفق الضوابط الشرعية، وتساهم في تطوير السوق المالية الاسلامية؛

٥- تساعد الدولة على تلبية احتياجاتها المالية لتمويل المشاريع القاعدية الكبرى، كبديل على الاعتماد على الدين العام؛

4- أهداف التصكيك: للتصكيك جملة من الأهداف نذر أهمها كالتالي:

١- ان طرح الصكوك للإكتتاب وفق احدى صيغ التمويل الاسلامية في الاسواق المالية ،تساهم حصيلته في زيادة رأس مال المشروع؛

٢- تهدف الصكوك للحصول على السيولة اللازمة لتوسيع القاعدة الاستثمارية لمشاريعها وتطويرها؛

٣- تمكن المؤسسات المنشئة للتصكيك من الرفع من التصنيف الائتماني، ومنه الى جذب أكبر عدد ممكن من المكتتبين وزيادة حصيلة الاكتتاب من الأموال المستثمرة؛

¹ - نوال بن عمارة، "الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الاسلامية: تجربة السوق المالية الدولية البحرين، بحث منشور بمجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 9، 2011، ص:254.

خلاصة الفصل السادس:

تناول الفصل الأخير مفهوم الابتكار والهندسة المالية ودورها في عملية خلق منتجات مالية جديدة تعمل على وجود حلول عديدة لمشكلات وتعاملات مالية طارئة تتعلق بالسيولة، والعائد والمخاطر، فَعُرِفَ الابتكار المالي الاسلامي على أنه احدى الابداعات المالية المشتقة المنضبطة بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، وكيف استطاعت الهندسة المالية الاسلامية بطرقها الفنية المختلفة من جعله قابلاً للإستعمال، وكيف بنيت أنواع المشتقات المتعددة من عقود آجلة، ومستقبلية، والخيارات، والمبادلات على أساس ضوابط العقد في الشريعة الاسلامية ووجود العين محل التبائع والشراء.

اما في العقود الأربعة الأخيرة ظهرت الكثير من المنتجات المالية الاسلامية الحديثة بعضها يحاكي التقليدية ويضبط بأحكام الشريعة الاسلامية، والآخر يعد ابتكاراً مالياً بديلاً عنها، ومثالنا في ذلك بديل توريق الديون المحرم شرعاً، والمتمثل في التصكيك الاسلامي ومبادئه وشروطه وطرق اصداره وتداوله وانواعه المختلفة، والدور الذي لعبه داخل اقتصاديات الدول القائمة على العمل به وخاصة دولة ماليزيا ودراساتها كحالة تطبيقية توضيحية في الفصل الرابع.

غير ان الابتكارات المالية الاسلامية لم تتوقف عند التصكيك، بل تعمل المشتقات المالية الاسلامية على انتاج الكثير من الانواع الحديثة غير ان الخلافات الفقهية الكثيرة جعلت من عملية الاستفادة منها لازال محدوداً يمكن بفضل جهود المجامع والهيئات الفقهية الاسلامية من ضبط معايير متفق عليها في الكثير من هذه المنتجات.

الخاتمة العامة:

يعد التمويل المالي أحد المتطلبات الأساسية لنهضة وتطور أي اقتصاد حديث، خاصة بعد التطورات التي عرفتھا الاقتصادات منذ ظهور مفهوم ووظائف شركات المساهمة ودورها في خلق طفرة في النمو وتراكم الرأسمال . وتعد الأسواق المالية (سوق الأوراق المالية) أحد أهم مصادر التمويل بالاعتماد على مختلف القطاعات المكونة للنسيج الاقتصادي للدول، وتدفع بمستوى سيولة النمو وتحريك تشغيل الأموال بنسب عالية، تخلق بها الثروة وتزيد إيرادات الشركات والمؤسسات المالية الناشطة فيه، ويرتفع مستوى الدخل الإجمالي ومنه الدخل الفردي .

ومرت الأسواق المالية بمراحل تاريخية متدرجة ومسايرة لمختلف الأحداث والتطورات الاقتصادية والابتكارات الإبداعية في خلق منتجات جديدة ذات قيمة استثمارية عالية، وإيجاد طرق تنظيم حديثة للعمليات الإنتاجية والتسويقية، واستحداث الضوابط التشريعية والقانونية المنظمة لها، مما خلق مناخ استثماري تنافسي جعل من الجودة والابتكار الإنتاجي معياراً، وشفافية المعلومات ومصداقيتها مقياساً، والقدرة على استقطاب واستعمال التطبيقات التكنولوجية الحديثة قوة للبقاء داخل هذه الأسواق.

ولهذه الأسباب مجتمعة أصبح التفكير في إيجاد أسواق مالية إسلامية، يعد ضرورة ملحة نظراً لاعتمادها على أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، ومقاصدها المستمدة من القرآن الكريم والسنة النبوية التوجيهية الصحيحة.

إن المتتبع لوظائف ومهام والميكانيزمات والآليات الفنية والتشريعية واستعمال التكنولوجيات الحديثة لعمل الأسواق المالية الإسلامية لا يختلف عنه من ناحية جوهر وفكرة الأسواق المالية التقليدية، إلا أن الاختلاف بينهما يكمن في طبيعة صيغ التعاملات المالية، فالأسواق المالية التقليدية تعتمد على مجموعة من الصيغ نذكر منها:

- صيغة التعامل بالربا، وهو مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية.
- المضاربة المعتمدة على الغرر والاضرار بمصالح الغير.
- ظهور الهندسة المالية التقليدية وما انتجته من أدوات وصيغ معاملات مالية بنيت في أساسها على بيع وشراء العقود المبرمة أساساً على الأصول الحقيقية، وانتقالها بعد ذلك إلى التداول (العقود)، وهي مخالفة لأسس الاقتصاد الإسلامي والتعاملات المالية الغير مرتبطة بعقود تقابلها أصول حقيقية.

- اشتقاق الديون (التوريق) وإعادة بيعها وهي نوع من المعاملات التي تحرمها الشريعة الإسلامية .
- بيع وشراء عقود مبرمة على أسعار الفائدة وتداوله داخل هذه الأسواق المالية وهي مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنها تعتمد هذه الصيغة على بيع وشراء معدلات فائدة ربوية.
- إن التطورات التكنولوجية الحديثة خلقت معاملات جديدة اعتمدت على بيع وشراء عقود أساسها مؤشرات الأسواق المالية التي انشئت من أجل قياس درجات أداء السوق وقوته وضعفه.

- إن هذه التحديات جميعها فرضت نفسها على إيجاد مكان لمختلف الصيغ التقليدية الإسلامية من مشاركة ومضاربة ومراجحة وإيجار واعطائها البعد الفني المقبول وفق الضوابط الشرعية، والمؤدية إلى مقاصد الشريعة الإسلامية.
- وعليه تطلب العمل على إنشاء أسواق مالية إسلامية تقوم على أسس وقواعد النظام المالي الإسلامي، وصيغ مختلفة والاعتماد على التطورات الفنية والتقنية لهذه الأسواق بما لا يتعارض مع أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

- كما يجب توفير وإيجاد أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام الشريعة الإسلامية تسمح باستعمالها من طرف مختلف مكونات شرائح المستثمرين، كما يجب أن تعتمد أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال مختلف المشروعات الاستثمارية لا أدوات بصيغة الاقتراض والاقتراض من طرفي المعادلة الاستثمارية (الفائض/العجز)، ومن أهم أنواعها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، و الصكوك الإسلامية (البديلة عن السندات الربوية)، ووثائق الصناديق الاستثمارية الإسلامية، فهذا النوع

من الأدوات ينضبط بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث عملية الاصدار والتداول، وجميعها لها دور في التأثير على اداء الاسواق المالية الإسلامية بنسب متفاوتة. وتحتاج الاسواق المالية الإسلامية الى الابتكار والابداع عن طريق الهندسة المالية الإسلامية في خلق وتطوير ادوات مالية حديثة تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية وتقدم معاملات مالية لها تأثير مباشر او غير مباشر على اداء هذه الاسواق رغم دقة العملية وصعوبتها وتشعبها فهيأ ومقاصدياً.

1- نتائج اختبار الفرضيات والبحث:

عند الدراسة والبحث لموضوع ((أثر الادوات المالية الإسلامية في اداء الاسواق المالية الإسلامية - دراسة تجارب بعض الاسواق المالية في الدول العربية والإسلامية)) تم التوصل الى عدد من النتائج يمكن تلخيصها في الآتي:

1- يتم من خلال الاسواق المالية الإسلامية مختلف العمليات المالية لنقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة صاحبة الفوائض والرغبة في توظيفها اللاروي ، الى الوحدات الاستثمارية المحتاجة للتمويل اللاروي لمختلف مشاريعها، وذلك من خلال اصدارات وتداول لأدوات مالية تتوافق مع مبادئ واحكام الشريعة الإسلامية ، وتلتزم مختلف المعاملات المالية بالأحكام الشرعية المطلوبة كخلوها من الرباء والممارسات الغير أخلاقية كالغش والاحتكار والغرر والجهالة والقمار والرهانات المحرمة، اذ تعمل الاسواق المالية على تطبيق متطلبات الشريعة الإسلامية في مجمل تعاملاتها وابعام صفقاتها ومختلف انواع ادواتها المالية المتداولة في السوق بهدف توفير الاموال اللازمة لمختلف المشاريع الاستثمارية لتعزيز الدورة الاقتصادية لزيادة الدخل وتكوين الثروة، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الاولى؛

2- تُوفّر الاسواق المالية الإسلامية عدة امتيازات خاصة ، اذ تلي رغبة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بمختلف الصيغ الاستثمارية الربوية مهما كانت أنواعها وطرق التعامل بها خارج الاطار الشرعي الاسلامي ، وتتيح امامهم العديد من الفرص الاستثمارية اللاروية ، على الرغم من أنه بعد الازمة المالية لعام 2008 وجدت بعض النوافذ الإسلامية في بعض البنوك التقليدية لبلدان عريقة في التمويلات المالية (كالمملكة المتحدة)، كما اثبتت الصيغ الإسلامية (كالمشاركة والمراجعة...) على الرغم من حداثة التكيف الفني لها من مسايرة التطبيقات المعاصرة في حدود الالتزام بقواعد وضوابط احكام الشريعة الإسلامية فلقد اثبتت قوتها وصمودها افضل بكثير من المعاملات المالية التقليدية مما ادى الى جذب رؤوس الاموال الاجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية المشروعة ولهذا اصبح من الضروري خلق اسواق مالية اسلامية مستقلة ببحثاتها ومؤسستها الفقهية والمالية لتكون اكثر استقلالية ومنافسة للتقليدية وهو ما يثبت الفرضية الثانية.

3- تخضع الاسواق المالية الإسلامية من ناحية الهرم الرقابي الى هيئات شرعية لضمان مدى الالتزام بقواعد واحكام الشريعة الإسلامية في جميع الصفقات والمعاملات المالية لكل الادوات بمختلف صيغها وعملها الفني وخلوها من جميع الممارسات والأخلاقية المتواجدة بالأسواق المالية التقليدية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة؛

4- لا تختلف الاسواق المالية الإسلامية عن الاسواق المالية التقليدية من الجانب ميكانزمات ممارسة نشاطها والقيام بدورها الفعال والمطلوب منها ، اذ لابد من توفر عدة ركائز اساسية في تكوينها وهي مؤسسات يُعَدُّ وجودها عاملاً مهماً لحركة هذه الاسواق ، كالشركات المساهمة الإسلامية وتطورها وبيوت السمسرة (الوسيط)، كما يعد المناخ الاستثماري المحفز والمناسب لطبيعة عملها كشفافية البيانات والمعلومات وتعزيزها وحوكمة التسيير الاداري المعاصر من اهم عوامل نجاحها؛

5- للأسواق المالية الإسلامية العديد من الأجهزة الادارية التي تعمل على تسييرها وتنظيمها ومراقبتها، وتأتي في مقدمة الهرم الاداري الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية التي تشرف على انتخاب مجلس ادارة السوق المالية الإسلامية (بلجنة السوق المالية الإسلامية)، وتعمل هذه الأخيرة على تكوين اللجان الفرعية المختصة للسوق المالية لمساعدتها في تحسين تأدية مهامها المنوطة بها على ادارة وتسيير ومراقبة السوق المالية الإسلامية؛

6- تجرى في السوق المالية الاسلامية مجموعة من العمليات والتعاملات المالية شريطة ان تتم عن طريق سمسارة (الوسطاء) معتمدين من طرف هيئة السوق المالية ، مع توفرهم على الخبرة المهنية اللازمة في مجال الاسواق المالية والتزامهم بكافة القواعد والتشريعات والقوانين والإجراءات والتعليمات التطبيقية الموضوعة من طرف ادارة السوق، كما يجب على السمسارة الالتزام بأخلاقيات المهنة من الابتعاد عن الاحتيال والتدليس والغش مع عملائهم؛

7- يأخذ الوسطاء (السمسارة) عمولة مقابل قيامهم بتنفيذ اوامر عملائهم، وهناك شروط واعراف في تحديد مبلغها اذ لا يقبل تقديرها او تحديدها من طرف ادارة السوق المالية الاسلامية ، اذ يلتزم السمسارة بأخذ العمولة الذي يحددها السوق والمتعارف عليها والمعمول بها من قبيل السمسارة، اما دور الجهات الرقابية المشرفة على السوق المالية فتتدخل في حالة ما اذا طلب الوسطاء اسعاراً مرتفعة على المتعارف عليها ويتم تعديلها حفاظا على مصلحة العملاء؛

8- تؤدي الاسواق المالية الاسلامية دور نشط وهام يؤثر بشكل خاص على ادائها ، ولهذا نجدها تخضع الى هيئات (على رأسها الهيئة العامة للسوق المالية الاسلامية) في قطاع الأوراق المالية، وجهات اخرى رقابية تعمل على ترخيص وتنظيم والاشراف ومراقبة عملها داخل السوق المالية، كما تتولى هيئة الفتوى الشرعية على التأكد من مطابقة مختلف العمليات المالية السوقية لأحكام الشريعة الاسلامية ؛

9- تلزم الجهة المصدرة للأوراق المالية بمختلف القواعد التنظيمية والقوانين واللوائح والقرارات الصادرة عن الهيئة العامة للسوق المالي الاسلامي وادارة السوق، ويتم قيد وادراج الاوراق المالية الاسلامية في الجداول الخاصة بالسوق المالية بطلب من الجهة المختصة بعملية الاصدار لما للعملية من مميزات ومنافع عديدة لمختلف الجهات ذات الصلة بالموضوع، كما تعد قرارات ادارة السوق المالي هي المسؤولة على قيد وشطب الاوراق المالية وفقا لقواعد ادارة السوق المالية وقرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.

10- تتمثل اوامر السوق المالية الاسلامية في عقد التوكيل الذي يفوض بموجبه العميل المستثمر لأحد الوسطاء المعتمدين من طرف الهيئة العامة للسوق المالي لكي يبيع او يشتري له اوراقا مالية بعينها، وتدخل اوامر السوق المالية الاسلامية تحت باب الوكالة في فقه المعاملات الاسلامية، ويشترط في الأوامر الوضوح والابتعاد عن الغموض مما يساعد في سرعة عملية التنفيذ لمسايرة مختلف العمليات السوقية ومتطلباتها، لأن حقيقة التوكيل تتمثل في تفويض الوسيط من طرف الباعين او المشترين للقيام بإبرام عقد البيع او الشراء نيابة عنهم، كما تصح اما ان تكون مطلقة او لها تقييد بشروط محددة وواضح، كما يجب ان يلتزم الوسيط بما جاء في الأوامر واي يعمل مخالف لذلك فلا يلزم العميل الموكل (البائع او المشتري)؛

11- كما في الأسواق المالية التقليدية تتحدد اسعار الأوراق المالية الاسلامية في الأسواق المالية الاسلامية وفق فنيات وتقنيات تتداول بها الادوات المالية داخل السوق المالي التقليدي، لتحقيق هدف تلاقي اوامر الشراء واوامر البيع في وقت معين، تظهر تلاقي طلبات الشراء وعروض البيع وفقا لقانون العرض والطلب والعوامل الأخرى المؤثرة فيه، غير انه عند الازمات والنوائب (كما حدث مؤخرا في جائحة كورونا) او الكوارث الطبيعية كالزلازل والاعاصير او عدم الاستقرار السياسي والحروب، يتدخل رئيس الهيئة العامة للسوق ويقرر تحديد حد أدنى وحد أعلى لتغير اسعار الأوراق المالية ، للحفاظ على استقرار السوق و تجنب حدوث الفروق الحادة في اسعارها ووقوع انهيارات كبيرة للسوق المالية؛

12- تأتي دولة ماليزيا في مقدمة الدول العربية و الاسلامية في اتخاذ القرار السياسي المناسب في اعطاء كل الامكانيات التقنية والتشريعات القانونية في سبيل انشاء سوق مالية اسلامية، حيث قامت بإنشاء سوق رأس المال الاسلامي الذي يعد احد المكونات المهمة في النظام المالي الماليزي، وتأتي بعدها مملكة البحرين التي عملت ومع دول عربية واسلامية عديدة على إنشاء السوق المالية الاسلامية الدولية ومقرها في المنامة (عاصمة مملكة البحرين) وتعمل هذه الاخيرة على تنظيم وضبط العمل في السوق المالية الاسلامية،

اضافة الى امانة دبي بالإمارات العربية المتحدة التي عملت على إيجاد سوق مالي اسلامي دولي بأحدث الآليات التكنولوجية الحديثة وفق ضوابط وأحكام الشريعة الاسلامية وكذلك دولة الكويت والمملكة العربية السعودية؛

13- يعد السهم من اقدم الادوات المالية وهو عبارة عن الحصة التي يشارك بها المساهم في احدى شركات المساهمة، حيث يتم تقسيم رأس مال الشركة الى حصص متساوية القيمة الاسمية غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول بالطرق التجارية المعمول بها داخل السوق تسمى كل حصة سهمًا يمثل بصك يثبت حقوق المساهم في الشركة ويصبح مالاً بقدر نسبة مساهمته المالية، كما يمنح لحامله حقوقاً يتمتع بها جميع حملة الاسهم بصفة متساوية، كما تعطيه الحق في الحصول على الأرباح والخسائر واختيار اعضاء مجلس ادارة الشركة، ولا يجوز حرمانه منها لا بنص في النظام التأسيسي للشركة ولا بقرار بالأغلبية في الجمعية العامة العادية او الاستثنائية ؛

14- يمكن اصدار وتداول أسهم الشركات المساهمة الاسلامية في السوق المالية الاسلامية الى عدة انواع مشروعة قانونياً وفقهاها: الأسهم ذات المساهمات النقدية، او العينية، او الاسمية او الاذنية، او العادية او أسهم رأس المال، كما يجب ان لا تكون للأسهم خصائص مالية تعتمد على ضمان رأس المال، او ضمان قدر محدد من الارباح القابلة للتوزيع او تفضيلها عند تصفية الشركة كلاسهم الممتازة؛

15- يعتبر انشاء الشركات ذات غرض مباح ومشروعاً من الناحية الفقهية ويحقق اهدافاً تحقق المصلحة العامة للعباد والبلاد لا يشوبه شبهات او شكوك شرعية، مثل شركات الادوية، والشركات الانتاجية للسلع والخدمات الحلال، وشركات المياه والنقل العامة والكهرباء، اما غيرها من الشركات ذات الاغراض والاهداف المحرمة كشركات الخمور ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والشركات المتعاملة بأشكال الرباء والمفاسد الاخلاقية ، يحرم انشاؤها واصدار وتداول اسهمها في السوق المالية الاسلامية؛

16- يجب التقيد عند اصدار الاسهم بالتعليمات الشرعية الاسلامية الصادرة من طرف الهيئات والمراجع الفقهية.

17- تتداول الاسهم في السوق المالية الاسلامية على النحو التالي:

- لا يوافق فقهاء الشريعة الاسلامية على بيع اسهم لا يملكها البائع او البيع على طريقة المكشوف او البيع القصير؛

- لا يمكن شرعاً تداول أسهم الشركات اذا كانت موجوداتها مقتصرة على النقود لوحدها، اثناء الاكتتاب او التداول، قبل ان تبدأ الشركة عملية النشاط او التصفية الا بالقيمة الاسمية للأسهم ومع شرط التقابض ؛

- يحرم تداول اسهم الشركات اذا تمثلت موجوداتها في الديون فقط ، والتقيد بفقهاء الديون الشرعي.

18- الأصل في التعاملات المالية في الاسلام هي الاباحة ، و عليه يجوز بيع وشراء أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة واصل نشاطها مباح وحلال غير انها لا تخلو من بعض المعاملات المالية المحرمة (تسمى الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية)، فوجب التحلي عن نسبة الكسب المحرم ولا تكون الشركة كلها في المحرم والمحظور الشرعي؛

19- تعد سوق الاوراق المالية الكويتية (بورصة الكويت) من ابرز الاسواق من حيث نشاط الشركات الاسلامية او المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية اذ يقدر مجموع عددها وعدد صفقاتها وما تمثله قيمتها السوقية داخل البورصة أثناء فترة الدراسة من 60% الى 70%، وكان لحجم تداولات اسهمها اثر كبير على مؤشرات السوق الاول والسوق العام لبورصة الكويت، اذ يفضل المستثمرون التعامل مع اسهم الشركات الاسلامية او التي تتعامل وفق احكام الشريعة الاسلامية، وهو ما يضيف الى فرص إمكانية إنشاء بورصة اسلامية كويتية خاصة ، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة؛

20- تعد الصكوك الاسلامية من مبتكرات وابداع الهندسة المالية الاسلامية وجعلته كبديل عن السندات التقليدية الربوية، وهي عبارة عن شهادات او وثائق مالية تمثل قيم متساوية، وحصصاً شائعة في ملكية موجودات حقيقية في حالة نشاط فعلي او ستقام من الحصص المالية الناتجة والمجمعة من حصيلة عملية اكتتاب الصكوك، وتتم عملية اصدارها بأسماء المكتتبين فيها واعطائهم شهادات الاكتتاب بعدما يدفعون القيمة المالية للصك، كما يحق لحاملي شهادات الصكوك وحسب شروط عقد الاصدار من المشاركة في نتائج

هذا المشاريع الاستثمارية، ويجوز تداولها داخل الاسواق المالية الاسلامية ما لم تكن ديناً صرفاً او تمثل نقوداً، ويتم اصدارها وفق الصيغ والعقود الشرعية المتعارف عليها؛ وتترتب على عقد الاصدار كل الآثار العقدية التي يتم اصدار الصكوك على اساسها وذلك بعد عملية قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، كما تخضع عملية اصدار الصكوك الاسلامية الى مختلف الضوابط الشرعية والقواعد والقوانين المنظمة لها، للتأكد من خلوها من المخالفات الشرعية؛

21- يشترط الفقهاء لجواز تداول واسترداد الصكوك، على انها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من اعيان او منافع او خدمات او حقوق بعد اغلاق عملية الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء عملية النشاط الفعلي، ويجب ان يلتزم بالضوابط الشرعية لعقد الاستثمار وشروطه قبل بداية النشاط، وعند التصفية يجب ان تلتزم بالأحكام الشرعية للديون اذا كانت الموجودات ديوناً، او تمت عملية بيع ما تمثله الصكوك الاسلامية بضمن مؤجل؛

22- يوافق الفقهاء على تداول الصكوك الاسلامية بالثمن المناسب بيعاً وشراءً، بشرط ان تكون هذه الصكوك تمثل حصصاً شائعة في موجودات مختلطة من المنافع والأعيان والحقوق والديون والنقود والغالب فيها للمنافع والحقوق ولأعيان، ولا يجوز تداولها ان كان فيها الغالب للنقود او الديون الا بمثل ثمنها المقدر دون زيادة او نقصان؛

23- تتعرض عملية إدراج وتداول الصكوك في الاسواق المالية بعض الصعوبات نظراً لحدائث تجربتها حالت دون اكتسابها الفعالية الكافية للتأثير على أداء الاسواق المالية بصورة كبيرة مقارنة بالسندات التقليدية الربوية، ويعد السوق المالي الاسلامي المالي من اهم الاسواق النشطة في مجال الصكوك الاسلامية مقارنة ببقية الدول العربية والاسلامية

24- هناك جملة من الصعوبات التي تعيق أداء الاسواق الثانوية للصكوك الاسلامية، من بينها نجد:

- صغر حجم السوق الاولى للصكوك؛

- هيمنة الصكوك الغير قابلة للتداول من الناحية الشرعية في الأسواق المالية الا بعد توفرها والتزامها بأحكام وقواعد الشريعة الاسلامية وقبول صيغ تتوافق معها كصكوك المراجعة؛

- لا يملك عدد كبير من المستثمرين المالكين للصكوك دراية كبيرة باستراتيجيات عملها؛

- سيطرة الصكوك القصيرة والمتوسطة على حساب الصكوك طويلة الأجل؛

25- يمكن للصكوك الاسلامية ان يكون لها الأثر الكبير في أداء الاسواق المالية الاسلامية اذا ما تم استخدام الصكوك والتوسع في استعمالها والتعامل بها وذلك من خلال:

- تنوع تشكيلة الأدوات المالية الاسلامية اثناء عملية الاصدار والتداول داخل السوق المالية الاسلامية، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الاسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي الى التأثير في أداء السوق المالية الاسلامية؛

- جذب وتوسيع مجال المؤسسات المشتركة داخل السوق المالية الاسلامية والمتعاملة بالصكوك الاسلامية اصداراً وتداولاً؛

- ان زيادة كمية ونوعية الصكوك الاسلامية يترتب عليها زيادة عمق السوق وكبره قيمةً وعدداً، مما يؤدي الى التأثير في أداء السوق المالية الاسلامية وزيادة كفاءتها وتطورها وهذا ما يؤكد ويدعم الفرضية الرابعة؛

26- تعمل صناديق الاستثمار الاسلامي، على تجميع مدخرات المستثمرين الصغار على شكل وحدات او وثائق او صكوك استثمارية متساوية القيمة، وتتولى ادارتها جهة محترفة متخصصة ذات خبرة لتوظيفها وفق القوانين واللوائح والتشريعات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق، وكذلك التزامها بقواعد وأحكام الشريعة الاسلامية، للحصول على العوائد الجزية بأقل المخاطر لمؤسسيها والمستثمرين داخلها وعموم الاقتصاد القومي؛

27- يعمل الفقهاء على جواز تداول الوحدات الاستثمارية كونها تمثل حصة شائعة في موجودات الصندوق الاستثماري، وبالقائمة التي يتم الاتفاق عليها بتراضي الطرفين، سواء كانت بالقائمة السوقية أو أكثر أو أدنى منها، مع العمل على مراعاة موجودات الصندوق الاستثماري حسب كل حالة؛

28- تستحوذ المملكة العربية السعودية على أكبر عدد من صناديق الاستثمار الإسلامية عالمياً هذا وبنسبة عالية ، وقد كان لها أثر في أداء السوق المالي السعودي رغم كبره وصغر حجم أصولها المالية، ان أثر الصناديق الاستثمارية الإسلامية على أداء السوق المالية الإسلامية يظهر لنا من خلال ما يلي:

- تعمل على جذب المستثمرين خاصة الصغار الراضين الى التعامل الربوي، وفتح لهم مجال الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بطريقة عملية لا تحتاج الى دراية ومعرفة واسعة، ومنه فتح لهم مجال الدخول الى الأسواق المالية التي كانت مقتصرة على كبار المستثمرين وذوي المعرفة التامة بخبايا الاستثمار فيها، مما يوسع دائرة استغلال المدخرات القومية في الاقتصاد وإمكانية توسيع دائرة الاستثمارات عن طريق السوق المالية مما يؤثر على زيادة أدائها وتحسنه؛

- ان الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية تعد قوة لضخ الأموال داخل السوق المالية الإسلامية وتوفير السيولة اللازمة لاحتياجات الشركات، مما يعمل على جذبها للسوق المالية الإسلامية لتمويل مختلف نشاطاتها بدل اللجوء للإقتراض من البنوك؛

- صناديق الاستثمار الإسلامية تتعامل بالأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية مما يزيد من ديناميكية حركية الشراء والبيع التي تساهم في زيادة نشاط وكفاءة هذه الأسواق ومنه التأثير على مجمل أدائها العام وهو ما يؤكد الفرضية الرابعة؛

29- تلعب الهندسة المالية الإسلامية دوراً كبيراً في خلق أدوات مالية إسلامية متنوعة وعمليات وطرق تمويلية مبتكرة جديدة أو قديمة معدلة تجمع بين الكفاءة المهنية واحترام أحكام الشريعة الإسلامية تعمل على تطوير وزيادة حركية السوق المالية الإسلامية، ومن ابتكارات وابداعات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية التي سيكون لها دور واضح ومؤثر في أداء الأسواق المالية الإسلامية وهي المشتقات المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي والمؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الخامسة؛

مقترحات الدراسة:

على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا العمل البحثي، يمكن ان نقدم مجموعة من التوصيات والمقترحات التالية:

- 1- البحث في الجانب الفني للأدوات المالية الإسلامية بشكل مفصل وبدون محاكاة مطلقة للأدوات التقليدية.
- 2- محاولة دراسة كيفية إنشاء أسواق مالية إسلامية ومتطلباتها العملية (خلق نظام مالي إسلامي).
- 3- دراسة الهندسة المالية الإسلامية ومحاولة استغلال جوانبها الإيجابية وتوحيد الفتاوى الفقهية لما لها من دور كبير في تطوير المالية الإسلامية الحديثة .

أولاً- قائمة المصادر والمراجع

1- المصادر

1-1- القرآن الكريم

1-2- الأحاديث النبوية

1- أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، "صحيح البخاري" كتاب البيوع، باب "إذا أراد بيع تمر بتمر خير منه"، بيت الأفكار الدولية، الرياض، المملكة العربية السعودية، سنة 2010.

2- أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، "صحيح البخاري"، الحديث رقم 2240، دار ابن كثير، دمشق، سوريا، 2002.

3- أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، "صحيح البخاري" الحديث رقم 7288، كتاب الاعتصام، باب الإقتداء بسنن الرسول صلى الله عليه وسلم، الجزء الرابع، طبع "جمعية البشري الخيرية"، كارتشي، باكستان، 2016، ص: 3223.

4- أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، "فتح الباري في شرح صحيح البخاري"، الجزء الرابع، المكتبة السلفية، القاهرة، مصر، 2001.

5- مسلم بن حجاج النيسابوري، "صحيح مسلم"، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2001.

2-3- المجلدات الفقهية

1- ابن قدامة المقدسي، "المُعْنَى"، (تحقيق طه محمد الزيني)، الجزء الخامس، كتاب الشركة، مكتبة القاهرة، القاهرة، مصر، 1969.

2- إبي بكر أحمد بن الحسين ابن علي البيهقي، "السنن الكبرى"، الطبعة الأولى، دار المعرفة، بيروت، لبنان، 1986.

3- أبو زكريا محي الدين بن شرف النووي، تحقيق وإخراج هشام الصبابطي، حازم محمد، عماد عامر، "كتاب البيوع"، الطبعة الأولى، المجلد الخامس، دار الحديث، القاهرة، مصر، 1994.

4- البهوتي منصور بن يونس بن ادريس، "كشاف القناع"، الجزء الثالث، مكتبة النصر الحديثة، الرياض، المملكة العربية السعودية، بدون تاريخ.

5- السيد سابق، "فقه السنة"، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2003.

6- بدر الدين محمد بن بهادر الزركشي، "البحر المحيط في أصول الفقه"، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار الكتب العلمية، بيروت، 2001.

7- تقي الدين أحمد الحيراني بن تيمية، "مجموع الفتاوي- كتاب البيع"، المجلد التاسع والعشرون، الطبعة الثالثة، دار الوفاء للطباعة والنشر، المنصورة، مصر، 2005.

8- علي بن محمد المارودي، "الأحكام السلطانية"، تصحيح محمد حلي، مطبعة السعادة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1990.

9- عبد الله بن أحمد بن محمود النسفي حافظ الدين أبي البركات، "كنز الدقائق"، المجلد الرابع، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2011.

-علي بن عمر ابو الحسن الدار قطني، "سنن الدار قطني"، الجزء الرابع، دار المعرفة، بيروت، 1386هـ.

10- محمد بن محمد المرتضى الزبيدي، "تاج العروس"، المجلد الأول، دار ليبيا للنشر والتوزيع بنغازي، ليبيا، 1996.

11- محمد بن عبد الله بن علي، "الخرشي على مختصر سيدي خليل"، المجلد السادس، دار الفكر، (د.ط.ت) بيروت.

12- محمد بن جرير بن يزيد الطبري، "تفسير الطبري: من كتابه جامع البيان عن تأويل آي القرآن"، حققه وضبطه بشار عواد معروف، وعصام فارس الحرساني، المجلد السابع، مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1994.

1-3- القواميس

- 1- ابن منظور (محمد بن مكرم بن علي بن أحمد بن أبي القاسم بن حنبل بن منظور)، "لسان العرب"، المجلد الثالث، دار المعارف، القاهرة، مصر، 2012.
 - 2- أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي المصري، "معجم لسان العرب"، المجلد الأول، الطبعة الثالثة، دار صادر، بيروت، لبنان، 2000.
 - 3- أحمد مختار عمر، "معجم اللغة العربية المعاصرة"، الطبعة الأولى، المجلد الأول، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2008.
 - 4- أحمد مختار عمر، "معجم اللغة العربية المعاصرة"، المجلد الأول، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2008.
 - 5- لأبي الحسين أحمد بن فارس بن زكرياء، "معجم مقاييس اللغة" الجزء الثالث، دار الفكر، بيروت، لبنان، 1979.
 - 6- إبراهيم أنيس وآخرون، "المعجم الوسيط"، الجزء الأول، المكتبة الإسلامية، دار الأمواج، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، 1990.
 - 7- الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، دار إحياء التراث العربي، لبنان، 2003.
 - 8- جبران مسعود، "الرائد"، معجم لغوي عصري، دار العلم للملايين، الطبعة السابعة، 1992.
 - 9- محي الدين محمود بن يعقوب، الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، الطبعة السادسة، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 1998.
 - 10- موسوعة فتاوي الإمام "في المعاملات وأحكام المال"، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، دار السلام، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005.
 - 11- مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط" مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، القاهرة، مصر، 2004.
 - 12- جبران مسعود، الرائد (معجم لغوي عصري)، الطبعة السابعة، دار العلم للملايين، 1992.
 - 13- علي جمعة محمد، محمد أحمد سراج، أحمد جابر بدران، "موسوعة فتاوي المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، المجلد الثامن، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، مصر، 2009.
 - علي بن هادية، بلحسن بليش، والجيلاني بن الحاج يحيى، "القاموس الجديد للطلاب"، معجم عربي مدرسي الفبائي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991.
 - 14- غطاس نيه، "معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال"، مكتبة لبنان، الطبعة الثانية، لبنان، 1989.
 - 15- نزيه حمّاد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، سوريا، 2008.
- ## 2- الكتب باللغة العربية
- 1- أحمد عبد الفتوح، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998.
 - 2- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، مجموعة دلة البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، 1995.
 - 3- أحمد محمد محرز، "الشركات التجارية"، النسر الذهبي للطباعة، القاهرة، 2000.
 - 4- أحمد محرز، "القانون التجاري الجزائري"، الجزء الثاني، بدون دار نشر، مصر، 2000.
 - 5- أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2005.
 - 6- أشرف محمد دواية، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2009م.
 - 7- أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006.

- 8- أشرف دواية، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2006.
- 9- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والافصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 10- أحمد حسني، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 11- أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 12- أبو سليمان عبد الوهاب إبراهيم، "فقه المعاملات الحديثة"، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، دار ابن الجوزي، 2005.
- 13- أيوب محمد، "النظام المالي في الإسلام"، ترجمة: عمر سعيد الأيوبي، أكاديمية مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009.
- 14- 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 الدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995.
- 15- أحمد السعيد، "الأسواق المالية المعاصرة- دراسة فقهية" دار الكتاب الثقافي، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2008.
- 16- أنور مصباح سويرة، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 20014.
- 17- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2008.
- 18- أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2006.
- 19- الصدر محمد باقر، "البنك اللاروي في الإسلام"، الطبعة الخامسة، دار التعارف للمطبوعات، بيروت، لبنان، 1978.
- 20- الشبيلي يوسف بن عبد الله بن صالح، "أبحاث في قضايا مالية معاصرة"، دار سليمان الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2020.
- 21- السيد متولي عد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- الحجازي عبيد على أحمد، "التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- 22- براني أبو شهد عبد الناصر، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2013.
- 23- بلول مختار محمد، "كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات" المكتب المصري الحديث، القاهرة، مصر، 1992.
- 24- ثروت عبد الرحيم، "القانون التجاري المصري"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، 1999.
- 25- ثروت علي عبد الرحيم، "شرح القانون التجاري المصري الجديد"، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
- 26- جلال وفا محمد، "المبادئ العامة في شركات الأموال"، الدار الجامعية، مصر، 1987.
- 27- حمدي شحادة محمود زعرب، "محاضرات في الأسواق المالية"، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2014.
- 28- حسين حسن شحاته، "الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية"، البورصة، الطبعة الثانية، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، مصر، 2017.
- 29- حسين حسن شحاته، "الاقتصاد الإسلامي بين الفكر والتطبيق"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى.
- 30- حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية-دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

- 31- حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية - ادائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، اليازوري للطباعة والنشر، الزرقاء، عمان، الأردن، 2011.
- 32- حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية ادائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية"، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011.
- 33- حسني المصري، "صناديق الاستثمار في القانون الكويتي والقانون المقارن"، بدون دار طبع، مصر، 1995.
- 34- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 35- حسين عطاء غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
- 36- حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.
- 37- حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 38- حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، "إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية" منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2012.
- 39- حسين محمد سمحان، "أسس العمليات المصرفية"، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- حسن ميرة حامد، "عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية"، دار الميمان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011.
- 40- خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العمليات المصرفية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
- 41- خالد خديجة، بن حبيب عبد الرزاق، "نماذج وعمليات البنك الإسلامي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016.
- 42- ديان محمد ديان، "المعاملات المالية أصالة ومعاصرة"، الطبعة الثانية، المجلد 13، مطابع الخطيب، القاهرة، مصر، 1432هـ.
- 43- دريد كمال آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاقتصادي"، اليازوري، الأردن، 2009.
- 44- رمضان علي الشراح، محروس أحمد حسن، "الاستثمار: النظرية والتطبيق"، الطبعة الثانية، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 1999.
- 45- رمضان الشراح، تركي الشمري، محمد العسكر "البنوك التجارية"، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 2004.
- 46- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009.
- 47- رسيمة قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى، سنة 1999.
- 48- زياد جلال الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2012.
- 49- سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الإداري (دراسة مقارنة)"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2005.
- 50- سعداوي يوسف، "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ"، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.
- 51- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية" المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1996.
- 52- سميحة مصطفى القليوبي، "الشركات التجارية"، دار النهضة، الطبعة 3، القاهرة، مصر، 1993.

- 53- سعيد سيف النصر، "دور البنوك في استثمار أموال العملاء دراسة تطبيقية تحليلية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 54- سعد عبد الحميد مطاوع، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية"، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية، المنصورة، القاهرة، مصر، 2005.
- 55- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 56- سامر مظهر قنطقجي، "فقه الابتكار المالي بين التثبيت والتهافت - أصوله - قواعده - معايير"، الطبعة الثانية، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2016.
- 57- سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية 2007.
- 58- سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، الاردن، 2009.
- 59- سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- 60- سولتيان جون، روجرز حين وآخرون، ترجمة سمير كريم، "دليل لإرساء حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2003.
- 61- شوقي عبده الساهي، "المال وطرق استثماره في الإسلام"، الدار الجامعية، مصر، 1984.
- 62- شروق عبد الرحيم، "شرح القانون التجاري المصري الجديد"، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، 2000.
- 63- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، جمهورية سوريا العربية، الطبعة الأولى، 2002.
- 64- طاهر شوقي مؤمن، "عقد بيع الأوراق المالية في البورصة"، دار النهضة العربي، القاهرة، مصر، 2007.
- 65- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، الطبعة الأولى، 1997.
- 66- عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، القاهرة، جمهورية مصر العربية،
- 67- عبد الغفار حنفي ورسيمة قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 68- عبد المنعم أحمد التهامي، "أساسيات في الاستثمار"، مكتبة عي شمس، القاهرة، مصر، 1992.
- 69- عبد الغفار حنفي وآخرون، "الأسواق المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 70- عبد الغفار حنفي، "البورصات"، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون سنة نشر.
- 71- عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق الناشئة"، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015.
- 72- عبد العظيم الإصلاحي، "مبادئ الاقتصاد الإسلامي، نصوص اقتصادية مختارة من كلام شيخ الإسلام ابن تيمية"، دار الطبع مكتبة دار المناهج للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1428هـ.
- 73- عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، جمهورية مصر العربية، 1998.
- 74- علي كنعان، "الاسواق المالية" منشورات جامعة دمشق، مطبعة الروضة، جمهورية سوريا ، 2009.

- 75- عوف محمود الكفراوي، "البنوك الإسلامية النقود والبنوك في النظام الإسلامي"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 76- عبد الله صديقي، خولة فريز النوباني، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية"، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، كرسي الباحث، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2016 .
- 77- عبد الأول عابدين سيبوني، "مبدأ حرية تداول الأسهم في الشركات المساهمة"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 78- عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2007.
- 79- عصام أحمد البهجي، "عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق" الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر . 2009
- 80- عصمت عبد المجيد بكر، "النظرية العامة للالتزام"، الجزء الأول، منشورات جامعة جبهان الخاصة، الطبعة الأولى، أربيل، العراق، 2011.
- 81- عبد المنعم فرج الصدة، "مصادر الالتزام"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1992.
- 82- عبد الباقي البكري، زهير بشير، "المدخل لدراسة القانون"، مكتبة السنهوري، الطبعة الأولى، بغداد، العراق، 2008.
- 83- علي جمال الدين عوض، "عمليات البنوك من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 1987.
- 84- عابد فضل الشعراوي، "المصارف الإسلامية"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2008.
- 85- عز الدين خوجة، "أدوات الاستثمار الإسلامي"، مصرف الزيتونة بتونس، تونس، 2014.
- 86- عائشة الشرقاوي المالقي، "البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق"، الطبعة الأولى، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء المملكة المغربية.
- 87- عادل عبد الفضيل عبد، "الصكوك الاستثمارية: دراسة مقارنة"، دار التعليم العالي، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 88- عمر مصطفى جبر إسماعيل، "سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة تطبيقية"، دار النفائس، عمان، الأردن، 2006.
- 89- عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة-"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2010.
- 90- عياد بن عوض المهلكي، "واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية"، الطبعة الأولى، مكتبة جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1999.
- 91- عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الثانية، دار الجامعة الجديدة للنشر، عمان، الأردن، 1999.
- 92- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية البنوك وشركات الاستثمار والبورصات وصناديق الاستثمار"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 93- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 94- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال والمشروعات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 95- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001.

- 96- عزالدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، الطبعة الأولى، مجموعة دلة البركة لإدارة التطوير والبحوث، جدة، المملكة العربية السعودية، 1993.
- 97- عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي"، دار طيبة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 2004.
- 98- غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج، عمان، الأردن، 2002.
- 99- عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2019.
- 100- علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية اقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2002.
- 101- علي محمد أحمد أبو العز، "الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي"، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات المالية، 2016.
- 102- علاء الدين زعتري، "الخدمات الإسلامية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، بيروت، لبنان، 2002.
- 103- عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000.
- 104- عبابنة عمر يوسف عبد الله، "الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصاد إسلامي"، عالم المكتب الحديث، عمان، المملكة الأردنية، 2011.
- 105- عبد القادر السيد متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- 106- عبد الرحمان عبد الله الحميدي، عبد الرحمان عبد المحسن الخلف، "النقد والبنوك والأسواق المالية"، دار الخرجي للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1997.
- 107- فوزي محمد سامي، "شرح القانون التجاري"، الجزء الرابع، دار مكتبة التربة، بيروت، لبنان، 1997.
- 108- فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
- 109- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، أريد، جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006.
- 110- فليح حسن خليف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
- 111- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 112- محمد عزت غزلان، "اقتصاديات النقد والمصارف"، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2002.
- 113- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 114- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002.
- 115- مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005.
- 116- محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، زهراء الشرق، الإسكندرية، مصر، 1996.
- 117- محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق"، دار الهاني للطباعة والنشر، القاهرة، بدون سنة نشر.
- 118- مصطفى يسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، جمهورية سوريا العربية، 2009.

- 119- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الطبعة الثانية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2011.
- 120- محمد الأمين ولد عالي، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية"، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010.
- 121- محمد يوسف ياسين، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2004.
- 103- محمد سعيد محمد الرملاوي، "الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 122- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 123- منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1993.
- 124- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعاون في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية،
- 125- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الطبعة السابعة، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 126- محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي"، الطبعة السادسة، دار النفائس، عمان، المملكة الاردنية الهاشمية، 2007.
- 127- محمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الاوراق المالية"، دار الفجر، القاهرة، مصر، 1994.
- 128- محمد فرح عبد الحليم، "الأسواق المالية والبورصات"، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013.
- 129- محمود فرح عبد الحليم، "الأسواق المالية والبورصات"، طبع مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب العلمي، صنعاء، اليمن.
- 130- محمد فريد العربي، وهاني دويدار، "قانون الأعمال"، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2002.
- 131- محفوظ لشعب، "القانون المصرفي - النظرية العامة للقانون المصرفي، النظام المصرفي في الجزائر، العقود والمسؤولية المصرفية -"، المطبعة الحديثة للفنون المطبعية، الجزائر، 2001.
- 132- مصطفى كمال طه، "القانون التجاري، العقود التجارية وعمليات البنوك"، الدار الجامعية، مصر، 1993.
- 133- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 134- محمد سعيد الرملاوي، "الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 135- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015.
- 136- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 137- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015.
- 138- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات"، الطبعة الثانية، دار الشروق، 2007.
- 139- منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

- 140- منير إبراهيم هندي، "ادوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 141- محمد الحناوي، نihal فريد، جلال العبد، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 142- محمود محمد عبد ربه حمد، "طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 143- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 144- محمد عوض عبد الجواد، وعلي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، الأردن، 2006.
- 145- منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1996.
- 146- صالح محمد الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 147- محمد الفاتح محمود بشير، "البورصات والأسواق المالية"، المكتبة العصرية، المنصورة، القاهرة، مصر، 2017.
- 148- مارك دود جسون، وديفيد جان، ترجمة زينب عاطف سيد، "الابتكار"، الطبعة الأولى، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، القاهرة، مصر، 2014.
- 149- منير إبراهيم هندي، "سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية: إدارة المخاطر باستخدام: التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق"، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 150- منير إبراهيم هندي، "سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 151- ماهر كنج شكري، ومروان عوض، "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، مطبعة الأجيال، عمان، الأردن، 2004.
- 152- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العملية"، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمّان، الأردن، 2006.
- 153- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الهندسة المالية - إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 154- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2005.
- 155- محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية للشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثالثة، 1999.
- 156- محمد عمر شبرا، "نحو نظام نقدي عادل"، المعهد العالي للفكر الاسلامي، القاهرة، مصر، 1992.
- 157- نادية أبو فخرة مكاي، "اتجاه معاصر في إدارة المنشآت"، مكتبة النهضة العربية، مصر، الطبعة الأولى، 1990.
- 158- نوزاد إلهيتي، "مقدمة في الأسواق المالية"، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، طرابلس (ليبيا)، 1998.

- 159- نادية أبو فخرة، شامل الحموي، محمود صبح، أحمد الزهري، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2001.
- 160- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 161- نضال الشعار، "سوق الأوراق المالية وادواتها"، الجندي للطباعة والنشر، دمشق، سوريا، الطبعة الثالثة، 2006.
- 162- نبيه فرج أمين الحضري، "تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
- 163- نظير رياض محمد شحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، كلية التجارة بجامعة المنصورة، مصر، 2007.
- 164- هدى محمد رشوان، "مقدمة في الأسواق المالية"، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 165- هشام أحمد عبد الحى، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية"، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، 2011.
- 166- هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 167- هشام السعدني خليفة بدوي، "عقود المشتقات المالية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 168- وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الثاني، دار المنهل، مكتبة رأس العين، لبنان، 2003.
- وليد عوجان، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2015.
- 169- يحي محمد زكريا، "الدليل العلمي للمدقق الشرعي في المصارف الإسلامية"، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، الطبعة الأولى، 2019.
- 170- يسري محمد أبو العلاء، "المعاملات الاقتصادية في النظام الإسلامي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 180- يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية)"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014.
- 4-الاطروحات والرسائل الجامعية**
- 4-1-الاطروحات**
- 1- بن قايد الشيخ، " دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)"، أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر.
- 2- بوضياف جهاد، "دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية بنوك وتأمينات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، السنة الجامعية 2019-2020.
- 3- حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية، دراسة فقهية تطبيقية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.

- 4- شريط صلاح الدين، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجربة جمهورية مصر العربي - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر-3، سنة 2012.
- 5- عصام خلف العنزي، "صناديق الاستثمارية الإسلامية والرقابة عليها - دراسة فقهية قانونية"، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الاردن، ماي 2004 .
- 6- كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014.
- 4-2-الرسائل
- 1- أبو موسى أشرف، "حوكمة الشركات على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2008.
- 2- أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعية للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009.
- 3- بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود وتمويل قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
- 4- بن زيد ربيعة، "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010"، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
- 5- زاهرة علي بن عامر، "التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة الزيتونك، الأردن، 2008.
- 6- نوال ابن لكحل، "الأسواق المالية آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (تخصص التحليل الاقتصادي)، جامعة الجزائر، للسنة الجامعية 2000-2001.
- سحاسو ربابي صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أريد، الأردن، 2006-2007.
- محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013.
- 5- البحوث والدراسات والمقتنيات
- 1- أحمد مصطفى الدبوسي، "الدور الرقابي لبورصة الأوراق المالية على سوق رأس المال وأثره في نمو السوق- دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي"، ورقة بحثية صادرة بمجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية المجلد 17، العدد 1، يونيو 2020، المطلاع عليها يوم 15 أوت 2020 على الموقع الإلكتروني: <https://www.sharjah.ac.ae>
- 2- أحمد محي الدين أحمد، ورقة بحثية بعنوان "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، الصادرة بمجلة المصارف العربية، العدد 163، المجلد 14، 1994.

- 3- اشرف محمد دوابة، ورقة بحثية "ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية"، المقدمة الى مؤتمر "المصارف الاسلامية اليمنية: الواقع.... وتحديات المستقبل"، نادي رجال الاعمال اليمنيين، صنعاء، جمهورية اليمن، المنعد خلال الفترة من (20 الى 21) مارس، 2010.
- 4- أبو غدة عبد الستار، ورقة بحثية بعنوان "صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، المقدمة الى المؤتمر العلمي الرابع عشر، "المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل"، دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- 5- أبو مؤنس رائد نصري جميل، "قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية: دراسة تحليلية"، المنشور بمجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، العدد 1، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2016.
- 6- أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية منشورة بتاريخ 2005/7/29، والمطلع عليها بتاريخ 2020/12/20، على الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com>
- 7- أحمد محي الدين احمد، "حدود الهيئات الشرعية وادارة المؤسسات المالية الاسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، مجمع اجاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2003.
- 8- الياس حناش، جيار بوكشير، بحث بعنوان "الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية عرض التجربة الماليزية"، الصادر بمجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 1، أبريل 2018.
- 9- الصاوي عبد الحفظ، "قراءة في تجربة ماليزيا التنموية"، مجلة الوعي الاسلامي، العدد 451، الكويت، 2009.
- 9- بن الضيف محمد عدنان، ورقة بحثية "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، المقدمة الى الملتقى الدولي حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع.... ورهانات المستقبل"، المنعقد بمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، خلال الفترة من 23 الى 24 فيفري 2011.
- 10- بن زغبية عز الدين، ورقة بحثية "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، أهميتها، معوقات عملها، وحلول مقترحة"، مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الامارات العربية المتحدة، مايو 2009 .
- 11- بن عوالي محمد الشريف، ورقة بحثية "مسؤوليات هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية"، الصادرة بمجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 73، 2018.
- 12- بوعزة عبد القادر، "إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر" ورقة بحثية مقدمة إلى ملتقى "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري" جامعة ادرار، الجزائر.
- 13- بوعزة ديدن، ورقة بحثية "مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه"، منشورة بمجلة الدراسات القانونية -مخبر القانون الخاص الأساسي- ، العدد الثاني، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بالقائد، تلمسان، الجزائر، 2005.
- 14- بوحرب حكيم، " دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي- قانون الصكوك المالية الأردني نموذجاً"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، المنعقد بجامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، خلال يومي 5-6 ماي 2014.
- 15- بو عبد الله علي ، بوقصبة الشريف، "أهمية الصكوك المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا"، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، العدد 42، نوفمبر 2015.
- 16- بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، المنعقد بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

- بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاري، بجامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر خلال الفترة من 20 الى 21، أكتوبر 2009.
- 17- باقر كرجي حبيب الجبوري، "الهندسة المالية الإسلامية"، بحث منشور بمجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد الخامس عشر، العدد الخامس عشر، بكلية الادارة والاقتصاد جامعة الكوفة، العراق: 2010، المطلاع عليه على الموقع: <http://www.uokufa.edu.iq/journals>
- 18- بباس منيرة، "المجازف والمشتقات المالية بين الواقع العلمي والتكيف الشرعي"، بحث منشور بمجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خيس مليانة، الجزائر، المجلد الثاني، العدد الخامس عشر، 2016.
- 19- جوادي سميرة، "الحاجة إلى حوكمة هيئات الرقابة الشرعية -بالإشارة إلى حالة السودان-"، ورقة بحثية منشورة بمجلة "إقتصاد المال والأعمال"، المجلد الرابع، العدد الثاني، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019.
- 20- حسام الدين عفانة، ورقة بحثية بعنوان "بيع المراهجة المركبة كما تجربته المصارف الإسلامية في فلسطين"، مقدمة الى مؤتمر "الاقتصاد الاسلامي واعمال البنوك"، المنعقد بجامعة الخليل، فلسطين، بتاريخ 2009/07/27.
- 21- خنيوة محمد الأمين، علي موسى حنان، "منتجات الهندسة المالية الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، بحث منشور بمجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 2011، 12.
- 22- بونقاب مختار، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي -دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، بحث منشور بالمجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد الخامس، ديسمبر 2016.
- 23- حمزة حسين العفر الشريف، ورقة بحثية "ضمانات الصكوك الإسلامية" مقدمة الى ندوة الصكوك الإسلامية"، المنعقد بمجدة، المملكة العربية السعودية، يومي 24-25 ماي 2010.
- 24- حسين حامد حسان، ورقة بحثية بعنوان "صكوك الاستثمار"، مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بالمنامة، مملكة البحرين، 2003.
- 25- حصّة محمد البحر، "صناديق الاستثمار نشأتها وطرق إدارتها وأهمية تشجيعها في العالم العربي"، ورقة بحثية منشورة بالمجلد الخامس عشر، العدد الاول، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، 1987.
- 26- حسين حسن شحاته، "منهج لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية قدمت للمؤتمر العالمي الثالث "للاقتصاد الإسلامي"، بجامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2000.
- 27- دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، "دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)"، ورقة بحثية، المنشورة بمجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الاول، جامعة بوزيان عاشور، الجلفة، الجزائر.
- 28- رمضان الشراح، "صناع السوق، التجربة الكويتية"، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صناع السوق"، الكويت، 2006.
- 29- زينب سلامة السيد، "ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية"، العدد الاول، المجلد التاسع والثلاثون، مجلة الإدارة العامة لمعهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية الصادر بـ 2004/01/29.
- 30- سيف الدين حسن العوض، "هل نجحت ماليزيا وأصبحت رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية" مجلة الاقتصاد الاسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أبحاث المعاملات المالية الإسلامية، العدد 29، أكتوبر 2014.

- 31- شحاته عبد المطلب حسن أحمد، ورقة بحثية "مدى مشروعيته التعامل بالأسهم والسندات من منظور الفقه الإسلامي"، المنشورة بمجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني، المجلد الخامس، 2018
- 32- صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، المنعقد بإمارة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- 33- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- 34- صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، ورقة بحثية مقدمة لـ: "مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معلم الواقع وآفاق المستقبل"، المنعقد بكلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004.
- 35- صاري علي، "الهندسة المالية الإسلامية- إشكالية المخاطر وآليات المعالجة"، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الدولي الثالث، "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، المنعقد خلال الفترة 6-7 أكتوبر 2015.
- 36- صبري عبد العزيز ابراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الاسلامي"، المؤتمر السنوي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، خلال 1 ابريل 2009.
- 37- عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية : عرض وتقديم"، بالملكة العربية السعودية، 2010.
- 38- عبد المالك منصور، ورقة بحثية بعنوان " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مقدمة إلى مؤتمر " المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، المنعقد بإمارة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- 39- علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة إقامة شركة "BDO" تحت عنوان "الصكوك الإسلامية تحديات تنمية، ممارسات دولية"، الفترة خلال الفترة (18-20/7/2010) عمان، الأردن، 2010.
- 40- عادل سالم محمد الصغير، " صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها"، ورقة بحثية ،صادرة بمجلة المختار للعلوم الإنسانية، العدد 22، جامعة المختار، ليبيا، 2013.
- 41- عطية حليلة، بن سماعين حياة، ورقة بحثية "صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية - حالة سوق الأسهم السعودي"، الصادرة بالعدد الأول، المجلد الحادي عشر، مجلة دفا تر اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2020.
- 42- عمر علي أبو بكر، ورقة بحثية " صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، خصائصها دراسة تأصيلية"، الصادرة بمجلة جامعة المدينة العالمية - مجمع-ماليزيا، العدد 12، 2015.
- 43- عطية عبد الحليم صقر، ورقة بحثية بعنوان "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، مقدمة الى ندوة "صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل"، المنعقد بمركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، بتاريخ 1997/03/22.
- 44- عطية فياض، "التكليف الشرعي لصناديق الاستثمار الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة: "صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل"، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل، القاهرة، مصر، 1997.
- 45- عطية عبد الحليم صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ورقة بحثية المقدمة الى "ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل"، والصادرة بالمجلد الثاني، لمركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، بجامعة الأزهر، القاهرة، مصر، المنعقدة بتاريخ 22 مارس

1997.

- 46- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- عبد الستار أبو غدة، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2004.
- 47- عبد الصمد سعودي، بن لخصر مسعودة، "أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية . دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار الفرصة"، بحث منشور في مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمه لخصر، بالوادي، الجزائر، جوان 2017.
- 48- عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد الرابع، العدد الأول، الامارات العربية المتحدة، 2007.
- 49- علي محي الدين القرة داغي، "مفهوم التأمين التعاوني: ماهيته وضوابطه ومعوقاته، دراسة فقهية اقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "التأمين التعاوني: أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه"، عمان، الاردن، 2010.
- 50- عجيل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الاسلامي"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، مملكة البحرين، 2010.
- 51- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية - وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، "أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي 15-17، 2006.
- 52- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم"، المملكة العربية السعودية ، 2010 .
- 53- فتح الرحمان علي محمد صالح، " أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل إلى الهندسة المالية الإسلامية"، ورقة بحثية منشورة لدى بنك السودان المركزي للإدارة العامة للسياسات والبحوث والإحصاء، مجلة المصرفي، العدد 206، ديسمبر 2002، المطلاع عليها بتاريخ 2019/1/20، على الموقع: <http://www.bank of sudan.org>
- 54- عمر ياسين محمد خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي، "الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات المستقبلية"، المنعقد بالمركز الجامعي بغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
- 55- كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المنعقد بمكة المكرمة، بالمملكة العربية السعودية، 2005.
- 56- محمد جاسم محمد، ميسم صلاح عبد الرحمان، "عقد التداول المالي، بين التأصيل والتطبيق" (دراسة مقارنة) كلية القانون، دراسة منشورة بالمجلة العلمية المحكمة، جامعة ذي قار، المجلد 21، العدد 4، 2019. المطلاع عليها يوم 2018/11/28 على الموقع الإلكتروني: <https://www.iasj.net>
- 57- محمد مختار السلامي، مداخلة بعنوان "الإيجار المنتهي بالتمليك، وصكوك التأجير"، مقدمة إلى مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الثانية عشر، المنعقدة بمدينة الرياض، المملكة العربية السعودية، أيام 23-28 سبتمبر 2000، الصادرة بالجزء الأول ، من مجلة مجمع الفقه الاسلامي.

- 58- منذر قحف، مداخلة بعنوان "الإيجار المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة"، مقدمة الى مجمع الفقه الاسلامي الدورة الثانية عشر، المنعقدة بمدينة الرياض، المملكة العربية السعودية، أيام 23-28 سبتمبر 2000، والصادرة بالجزء الأول، من مجلة مجمع الفقه الإسلامي،.
- 59- محمد علي القرى، " صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة المؤتمر "ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة"، الدار البيضاء، المملكة المغربية، 1998.
- 60- مفتاح صالح، سلطان مونية، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية"، ورقة بحثية منشورة في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية -العدد الثالث عشر، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، جوان 2013.
- 61- محمد علي القرى عيد، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية، منشورة بمجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 216، 1999.
- 62- محمد براق، مصطفى قمان، " أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للدول النامية"، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الدولي الثاني حول: "الأداء المتميز للمنظمات والحكومات"، المنعقد بجامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 22-23 نوفمبر 2011.
- 63- موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الاصاله والتقليد"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الدولي حول: "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية" المنعقد يومي 5-6 ماي 2015، بجامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر.
- 64- محمد الأمين خنيوة، وحنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية - الواقع والتحديات والمناهج والتطوير"، بحث منشور بمجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، 2011.
- 65- محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة الى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2009.
- 66- محمد عبد الحليم عمر "الصكوك الإسلامية(التوريق وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها)"، ورقة عمل مقدمة الى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2009.
- 67- ماجدة احمد اسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الاوراق المالية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق" ورقة بحثية مقدمة الى مؤتمر "أسواق الاوراق المالية والبورصات"، دبي، الامارات العربية المتحدة، 2007.
- 68- نزيه محمد الصادق المهدي، "الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية والبورصات -الأسهم"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2006.
- 69- نوفل رحمان ملغيث الجبوري، "أوامر التداول في سوق الأوراق المالية"، ورقة بحثية منشورة في مجلة العلوم الإنسانية، كلية التربية للعلوم الإنسانية، مجلد 24، العدد 1، مارس 2017، جامعة كركوك، العراق.
- 70- نضبة مسعودة وناصر محدة، "إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية، حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة العلوم الإنسانية - جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 48، سبتمبر 2017.
- 71- كمال توفيق حطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة من (31 ماي إلى 3 جوان 2009).

- 72- هند عبد الغفار إبراهيم، ورقة بحثية بعنوان "الضوابط القانونية والفقهية للتمويل بالمرابحة"، الصادرة بمجلة الشريعة والقانون، العدد (28)، فبراير 2016.
- 73- هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، جامعة العلوم العالمية، عمان، الأردن، المنعقد خلال الفترة من 1 الى 2 ديسمبر 2010.
- 74- وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، المنعقد بإمارة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- 75- وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية" ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، "حول المؤسسات المالية: معالم الواقع وآفاقه المستقبل" المنعقد بكلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، الامارات العربية المتحدة خلال الفترة (15-17 ماي)، 2005.
- 76- وليد هوميل عوجان، "صناديق الاستثمار -دراسة وتحليل-"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، المنعقد بكلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الامارات العربية المتحدة، بتاريخ من 6 إلى 8 مارس 2007.
- 77- يوسف فوي سعاد، مخلوف عبد السلام، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية"، ورقة بحثية منشورة بمجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد بشار، المجلد الثالث، العدد الثامن، مارس 2007.
- 7- التقارير**
- 1- التقارير السنوية لسوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) للسنوات: من 2010 الى 2020 ، على موقع بورصة الكويت للأوراق المالية: [http // www. bourse Kuwait. com](http://www.bourseKuwait.com)
- 2- تقارير الإدارة المركزية للإحصاء لدولة الكويت، "تقديرات الناتج المحلي الإجمالي" الربعي بالأسعار الجارية والثابتة (2010-2017).
- 3- التقرير السنوي تداول 2019 على موقع: السوق المالي السعودي: <http://www.tadawul.com.sa>
- 4- التقرير السنوي لهيئة الأسواق المالية السعودية، للسنوات من 2015 الى 2020.
- 5- هيئة السوق المالية للسوق المالي السعودي، الخطة الاستراتيجية للسوق المالية-النجازات الخطة لعام 2020، التقرير السنوي 2020.
- 6- هيئة السوق المالية، سوق الأوراق المالية السعودي، نظام السوق المالي، صناديق الاستثمار، وبرامج الاستثمار الجماعي، 2020.
- 7- شركة تداول السعودية ، على الموقع الالكتروني الرئيسي لشركة تداول: <https://www.saudiexchange.sa>
- 8- النظام الاساسي لشركة تداول السعودية، على الموقع الرئيسي لشركة تداول: <https://www.saudiexchange.sa>
- 9- هيكل قطاعات السوق، على الموقع: <https://www.saudiexchange.sa>
- 10- شركة السوق المالية السعودية (تداول)، "منهجية مؤشرات تداول"، على الموقع: <https://www.saudiexchange.sa>
- 8- الجرائد والحصص الاذاعية**
- جريدة الاقتصادية، "تاريخ صناديق الاستثمار وأهدافها ومزاياها وقياس أدائها"، على الموقع الالكتروني: www.aleqt.com
- فخر الدين الفقي وأخرون، "دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار"، وكالة الأنباء الكويتية "كونا"، القسم الاقتصادي، 1996.
- 9- القوانين**
- القانون التجاري الجزائري، 2007.
- القانون التجاري الاردني، مكتبة دار الثقافة، عمان، الأردن، 1997.

- "قانون التجارة المصري رقم (17)"، الفصل الثاني، التاجر، المادة (1/11)، الجريدة الرسمية العدد 19 (مكرر)، الصادرة بتاريخ 17 مايو 1999، ص: 6، المتصفح عليه بتاريخ 2020/01/13 على الموقع الإلكتروني، "منشورات قانونية (ارشيف رقمي)":
<https://manshurat.org>
- "قانون سوق رأس المال المصري"، رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية، العدد رقم 25 مكرر في 1996/6/22
<httpS://www.fra.gov.eg>
- 10- الكتب باللغات الأجنبية:**

Books

- 1- A.CHOINEL. « **LES Marchés Financiers :Structures et Acteurs** », (Paris :Edition Organisation,1996).
- 2- Alain Broderie, "Les places financiers internationales", Banque éditeur, Paris, 2001.
- 3- Abdelkader Beltas, « **la titrisation :instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire** » Maison d'édition Légende, Alger, 2007.
- 4- Charles Errington "Financial Engineering" A hand book for managing the risk – reward relationship, Published by Basingstoke, Hants, England, Macmillan 1993,
- 5- Denis Le Franc et Blanche Sousi-Roubi, « **lexique banque et bourse** », 4eme édition, Dalloz, 1997.
- 6- Dominique Legeais, « **Droit Commercial et des affaires** », 14ème édition Armond colin, paris, 2001.
- 7- EMMANUEL DU PORTAVICE, et JACQUES DU PICHOT, « **Traite de droit Commercial** », 3eme édition, éditions Montchrestien paris ,1982 .
- 8- Marek capinski et Tomasz Zastawniak, "Mathematics for Finance :An Introduction to finance Engineering", Springer under graduate Mathematics Series, 2003
- 9- PIERRE PRISSERT ,Economie Monétaire Et Bancaire, (paris :ITB, 2°Ed, ?)
- 10- Pierre conso, « **la gestion financier de l'entreprise** » Tome2, dunod, 7éms Edition, paris, 1989.
- 11- Ripert et Roblot, Xavier Delpech, « **les actions, encyclopédie Juridique de droit Commercial** », Dalloz, 1995, Tome-1.
- 12- Tariquillah Khan Islamic , "Financial Architecture and Infrastructures": Development and challenges, IRTI-GDLN, World Bank, Washington, USA, April 7, 2009

Theses

- 1- Mohamed Berrag, « **le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances** » Magisteres. Sciences de gestion, option finance, école supérieure de commerce, Alger, 1993

Journals & Researches .

- 1-Islamic Development Bank(IsDB), "ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIE: leading the way to vision 2030", Islamic Research and training Institue, Islamic Finance Country REPORT, 2020.
- 2- Huma yondar chairman, "Innovation et Financial engineering in islamic Finance", durham centre for Islamic economics and Finance and Isar-Istanbul Foundation for Research an education, Istanbul commerce University, Istanbul, 19Hh- 22 and September, 2011, Turkey.
- 3- Joanna Blach, "Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System- Identification and Systematization of the proplem", University of Information thechnology and M'anagmenet Financial Internet quarterlye- Finanse vol 7, N°:3, 2011, Rzeszow, Poland.
- 4- Kotby, Hussein, "Financial Engineering for Islamic Banks": The option Approach Comment by Sami Al Swailem J. KAU: Islamic Economic, Vol 8, Saudia Arabia, 1996.
- 5- Khalaf Al.Taani, "challenges Facing Financial engineering with Islamic rules", international journal of economics, Finance and Management Sciences Vol1, N°5, irbid National University, Irbid, Jordan, 2013.

- 6- Marek Dabrowski, “**Potential Impact of Financial innovation on financial services and monetary policy**”, case Reports N°488, center for social and Economic Research, warsaw, Poland, 2017.
- 7- Masudul Alam choudhury, “**Islamic critique and Alternative to Financial Engineering**” Issues Comment by Zubair Hasan, Islamic Economic Studies, Vol 22, N°2, L'Institut Islamique de Recherche et de Formation, Jeddah, Saudi Arabia, 2009.
- 8- Peter Tufano; “Financial innovation and first- mover advantages”, Journal of financial Economics, vol 25 ,Issue2, 1989 (econpapers. Repec. Org)
- 9- Sobreira Rogério, “**Innovation financière Etinvestissement Le cas de La titrisation Innovations**”, Graduate School of Business, vol 1, N°:19, Getutio vargas Foundation, Brazil, 2004.
- 10-Sherin Kunhibava, “**Derivation in Islamic Finance, International Shari-ah**”, Research Academy for Islamic Finance, Malaysia, 2010
- 11-Taqi Usmani, “An Introduction to Islamic Finance, An online publication by accountancy , pk, date de consultation, 28/01/2019

Standards and reports

- 1- “**Issues of Measurement Related to Market size and Macro Prudential Risk in Derivatives Markets**” Report prepared by a working group established by the central banks of the group of ten countries ,basle ,Committee on the Global Financial System(CGFS) Papers ,N° 5, 1 february 1995.
- 2- Robert M. Heath, " **The statistical measurement of Financial dérivatives**" International Monterey Fond, (IMF), working paper 1998, Statistics Département, March 1998.
- 3-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2010).
- 4-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2011).
- 5-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2012).
- 6-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2013).
- 7-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2014).
- 8-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2015).
- 8-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2016).
- 9-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2017).
- 10-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2018).
- 11-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2019).
- 12-Securities commission Malaysia, Annual reports,(2020).

Websites

- 1-<https://www.aljazeera.net/encyclopedia/encyclopedia-economy>
- 2- <https://www.getbaraka.com/ar/what-is-msci>
- 3-<https://iifa-aifi.org/ar:> موقع المجمع الفقهي الاسلامي
- 4-<https://www.ifsb.org:> مجلس الخدمات المالية الاسلامية
- 5- <http://www.iilm.com:> الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة
- 6- WWW.OECD.ORG: منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
- 7-<http://ar.wikipedia.org>
- 8- <https://www.bnm.gov.my> : موقع البنك المركزي الماليزي
- 9-<http://www.msci.com/resources/factsheets/MSCI-Global-Industry-Classification-Standard>.
- 10- <https://unstats.un.org/unsd/publication>.
- 11-<https://www.boursakuwait.com.kw> : موقع بورصة الكويت
- 12- <https://www.boursakuwait.com.kw> : موقع السوق المالي السعودي-تداول-
- 13-<https://www.bursamalaysia.com> : السوق المالي الماليزي
- 14-<https://www.sama.gov.sa> : البنك المركزي السعودي

الفهرس

الصفحة	الموضوع
	الاهداء
	التشكرات
I	ملخص البحث
IV-II	الفهرس
VIII-V	قائمة الجداول
X-IX	قائمة الاشكال
XI	قائمة الرموز والاختصارات
أ-س	مقدمة عامة.....
54-1	الفصل الاول: الإطار النظري للأسواق المالية.....
29-2	المبحث الاول: الإطار النظري للأسواق المالية
3	المطلب الأول: ماهية الفائض في الاقتصاد واستخداماته.....
7	المطلب الثاني: ماهية الاسواق المالية.....
15	المطلب الثالث الوظائف والمتعاملون وأنواع الأسواق المالية
44-30	المبحث الثاني: الاطار لظري للسوق المالية الاسلامية.....
31	المطلب الاول: أساسيات النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي.....
35	المطلب الثاني: ماهية السوق المالية الاسلامية.....
39	المطلب الثالث: المعايير والمؤشرات المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية.....
53-45	المبحث الثالث: السوق المالية الاسلامية مكوناتها ومتطلبات إنشائها.....
46	المطلب الاول: تركيبة السوق المالية الاسلامية.....
50	المطلب الثاني: الشركات التي تقدم خدمات مالية في مجال الاوراق المالية الاسلامية.....
52	المطلب الثالث : إنشاء الأسواق المالية الإسلامية.....
54	خلاصة الفصل الأول:.....
107-55	الفصل الثاني: الفصل الثاني: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري والرقابة على السوق المالية الإسلامية.... -تجربة سوق دبي المالي -
69-55	المبحث الأول: تقنيات التنظيم والتسيير الإداري للسوق المالية الإسلامية.....
56	المطلب الأول: التشريعات والقوانين المؤسسة للسوق المالية الإسلامية.....
59	المطلب الثاني: عضوية السوق المالية الإسلامية.....
62	المطلب الثالث: الرقابة والحوكمة القانونية والشرعية للأسواق المالية الاسلامية.....
82-70	المبحث الثاني: متطلبات وشروط التعامل داخل الأسواق المالية.....
71	المطلب الأول: متطلبات وإجراءات قيد الأوراق المالية.....

75	المطلب الثاني: أوامر التداول في السوق المالية.....
80	المطلب الثالث: التعاملات داخل سوق الأوراق المالية.....
106-83	المبحث الثالث: المؤسسات والهيئات الداعمة للمالية الإسلامية.....
84	المطلب الأول: مجتمعات الفقه والهيئات الإسلامية.....
89	المطلب الثاني: مجالس الخدمات المالية الإسلامية.....
100	المطلب الثالث: تجربة سوق دبي بدولة الامارات العربية المتحدة.....
107	خلاصة الفصل.....
177-108	الفصل الثالث: أثر الأسهم في أداء السوق المالية الإسلامية-دراسة سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة بورصة)
116-109	المبحث الأول: المفهوم التقليدي والإسلامي وخصائص وأنواع الأسهم.....
109	المطلب الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها.....
117	المطلب الثاني: أنواع الأسهم في السوق المالية الإسلامية.....
140-124	المبحث الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لعملية إصدار وتداول الأسهم.....
125	المطلب الأول: الضوابط والشروط القانونية لعملية الإصدار.....
132	المطلب الثاني : الضوابط القانونية لتداول الأسهم.....
138	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية الإصدار والتداول.....
176-141	المبحث الثالث: أثر أسهم الشركات الإسلامية في أداء سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت)...
142	المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد و سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت).....
148	المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية.....
152	المطلب الثالث: اثر الاسهم الإسلامية في اداء سوق الكويت للأوراق المالية(بورصة الكويت).....
177	خلاصة الفصل.....
246-178	الفصل الرابع: الفصل الرابع: أثر الصكوك الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية..... -دراسة حالة السوق المالية الإسلامية الماليزية-
206-179	لمبحث الأول: مفهوم وخصائص وأنواع الصكوك الإسلامية.....
180	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية.....
185	المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة.....
199	المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية الإسلامية الغير متداولة.....
219-207	المبحث الثاني: اصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
208	المطلب الأول: عملية إصدار الصكوك الإسلامية.....
215	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
245-220	المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية على أداء السوق المالية الإسلامية.....
221	المطلب الأول: تحليل واقع تطور الصكوك الإسلامية.....

231	المطلب الثاني: السوق المالية الاسلامية الماليزية.....
238	المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
246	 خلاصة الفصل
335-247	الفصل الخامس: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في أداء السوق المالية الإسلامية..... — دراسة حالة السوق المالية السعودية —
266-248	المبحث الأول: المفهوم والخصائص والأنواع للصناديق الاستثمارية.....
249	المطلب الأول: النشأة وماهية الصناديق الاستثمارية.....
254	المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار.....
256	المطلب الثالث: أنواع وتصنيفات الصناديق الاستثمارية.....
274-266	المبحث الثاني: مفهوم وخصائص وضوابط صناديق الاستثمار الإسلامية.....
267	المطلب الأول: مفهوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية.....
271	المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وضوابطها الشرعية.....
334-275	المبحث الثالث: أثر الصناديق الاستثمارية في أداء السوق المالية الإسلامية.....
276	المطلب الأول: لمحة عامة عن السوق المالية السعودية.....
289	المطلب الثاني: تطور تداولات السوق المالي السعودي للفترة من 2010 الى 2020.....
321	المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية السعودية.....
335	 خلاصة الفصل الخامس
392-336	الفصل السادس: أثر الابتكار والهندسية المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية.....
357-337	المبحث الأول: الإطار العام للابتكار المالي الاسلامي.....
337	المطلب الأول: مفهوم الابتكار وأنواعه ووظائفه.....
342	المطلب الثاني: الابتكار المالي الاسلامي.....
344	المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية.....
376-358	المبحث الثاني: المشتقات المالية الإسلامية.....
358	المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية وخصائصها.....
363	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية-العقود الآجلة والمستقبلية.....
370	المطلب الثالث: عقود الخيار والمبادلات.....
391-377	المبحث الثالث: أثر الابتكار والهندسة المالية الإسلامية على أداء الأسواق المالية الإسلامية.....
377	المطلب الأول: التوريق التقليدي.....
385	المطلب الثاني: التصكيك الاسلامي.....
392	 خلاصة الفصل
399	 قائمة المصادر والمراجع.....