



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
تخصص: نقود مالية وبنوك  
بعنوان:

## دراسة تقييمية تحليلية لأسواق رؤوس الأموال الإسلامية: حالة السوق الماليزية

إعداد الطالب:

بن العيطر بشير

تحت إشراف:

أ.د/ جبار محفوظ مشرفاً رئيسياً

د/ بن منصور موسى مشرفاً مساعداً

تاريخ المناقشة: 2018/06/30

لجنة المناقشة			
الصفة	الجامعة	الرتبة	أعضاء لجنة المناقشة
رئيساً	جامعة برج بوعريريج	أستاذ محاضر - أ-	زنكري ميلود
مشرفاً و مقرراً	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	جبار محفوظ
مشرفاً مساعداً	جامعة برج بوعريريج	أستاذ محاضر - أ-	بن منصور موسى
ممتحناً	جامعة برج بوعريريج	أستاذ محاضر - أ-	حاجي فطيمة
ممتحناً	جامعة برج بوعريريج	أستاذ محاضر - أ-	خميسي قايدي
ممتحناً	جامعة خنشلة	أستاذ محاضر - أ-	مزاهدية رفيق

السنة الجامعية: 2018/2017

جامعة محمد البشير الابراهيمى برج بوعريـج  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
تخصص: نقود مالية وبنوك  
بعنوان:

**دراسة تقييمية تحليلية لأسواق رؤوس الأموال  
الإسلامية: حالة السوق الماليزية**

**إعداد الطالب:**

بن العيـطر بشير

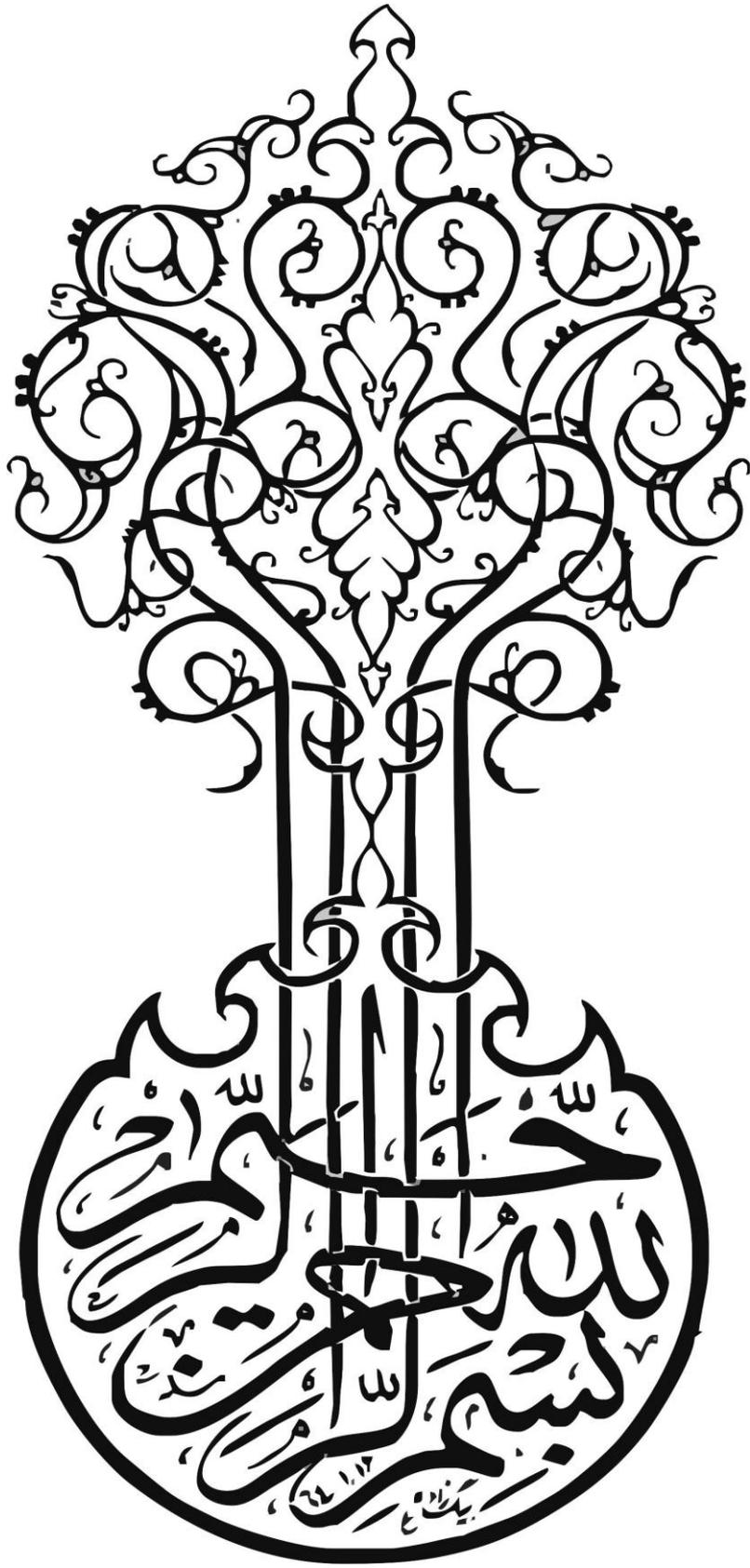
**تحت إشراف:**

أ.د/ جبار محفوظ مشرفاً رئيسياً

د/ بن منصور موسى مشرفاً مساعداً

لجنة المناقشة			
الصفة	الجامعة	الرتبة	أعضاء لجنة المناقشة
رئيساً	جامعة برج بوعريـج	أستاذ محاضر -أ-	زنكري ميلود
مشرفاً و مقرراً	جامعة سطيف 1	أستاذ	جبار محفوظ
مشرفاً مساعداً	جامعة برج بوعريـج	أستاذ محاضر -أ-	بن منصور موسى
ممتحناً	جامعة برج بوعريـج	أستاذ محاضر -أ-	حاجي فطيمة
ممتحناً	جامعة برج بوعريـج	أستاذ محاضر -أ-	خميسي قايدى
ممتحناً	جامعة خنشلة	أستاذ محاضر -أ-	مزاهدية رفيق

**السنة الجامعية: 2017/2018**



﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ  
عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا  
تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ

الصَّالِحِينَ ﴿ (النمل آية 19)

# شكر

قال الله تعالى: ((وَلَقَدْ آتَيْنَا لُقْمَانَ الْحِكْمَةَ أَنِ اشْكُرْ لِلَّهِ)) الآية 12 من سورة لقمان.  
قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: (من صنع إليكم معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئوه فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه).

وبعد

فإني أتقدم بالشكر الجزيل لكل من مد يد المساعدة وفي مقدمتهم الأستاذ الدكتور جبار محفوظ، الذي تشرفت بإشرافه على هذا البحث، وكانت ملاحظاته القيمة وتوجيهاته السديدة الأثر الكبير في وصول البحث إلى هذه الصورة، فله عظيم شكري وتقديري وجزاه الله خير الجزاء.

كما أتقدم بالشكر والامتنان للمشرف المساعد الدكتور بن منصور موسى المشرف الثاني الذي كانت ملاحظاته القيمة وكذا دعمه على مدى فترة إنجاز البحث لتتوج على هذا الشكل، فجزاه الله خير الجزاء.

كما أتقدم بجزيل الشكر للصديق والأستاذ محمد بن قطاف، الذي كان له دور كبير في إتمام هذا العمل، فجزاه الله عنا خير الجزاء.

كما أتقدم بالشكر والامتنان للدكتور بن قطاف أحمد الذي كان لي دعماً على مدى فترة إنجاز البحث، فجزاه الله خير جزاء.

كما أتقدم بالشكر للأساتذة الأفاضل: زكري مولود، بن فرج زوينة، صالح سراي، حمزة فيشوش، توفيق إبراهيم شاوش، خميسي قايدي، صالح بزة، على كل النصائح والمساعدات التي قدموها لي نسأل الله أن تكون في ميزان حسناتهم.

كما أتقدم بالشكر لكل من قدم لي يد المساعدة من قريب أو من بعيد، نسأل الله أن تكون في ميزان حسناتهم.

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
III	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
ب	المقدمة العامة
6	الفصل الأول: مدخل للأسواق المالية
7	تمهيد
8	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
8	المطلب الأول: لمحة تاريخية حول الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: مفهوم وخصائص أسواق الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية
14	المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالي وآلية عملها
14	المطلب الأول: تقسيمات السوق المالي
19	المطلب الثاني: الهيئات المنظمة والمتدخلون في الأسواق المالية
21	المطلب الثالث: آليات العمل في الأسواق المالية
27	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
27	المطلب الأول: أدوات الملكية
32	المطلب الثاني: أدوات الدين
38	المطلب الثالث: الأدوات المالية المهجنة
43	خلاصة
44	الفصل الثاني: الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي
45	تمهيد
46	المبحث الأول: الإطار العام للاقتصاد الإسلامي
46	المطلب الأول: منهجية الاقتصاد الإسلامي
49	المطلب الثاني: مفهوم الاقتصاد الإسلامي

54	المبحث الثاني: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي
54	المطلب الأول: صيغ قائمة على البر والإحسان
56	المطلب الثاني: صيغ قائمة على المشاركة في عائد الاستثمار
58	المطلب الثالث: صيغ قائمة على الدين التجاري
65	المبحث الثالث: ماهية السوق المالية الإسلامية
65	المطلب الأول: تعريف ونشأة السوق المالية الإسلامية
67	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للسوق المالي الإسلامي ومقومات إقامتها
69	المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالية الإسلامية
71	المطلب الرابع: الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي
73	خلاصة
74	الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا
75	تمهيد
76	المبحث الأول: نظرة اقتصادية على ماليزيا
76	المطلب الأول: التعريف بماليزيا
77	المطلب الثاني: معطيات اقتصادية حول ماليزيا
79	المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الماليزية
81	المطلب الرابع: ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية
83	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
83	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
88	المطلب الثاني: هيئات الرقابة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
93	المبحث الثالث: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية
93	المطلب الأول: الأسهم العادية
96	المطلب الثاني: الصكوك
100	المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود المدائيات (أساس الدين)
109	المطلب الرابع: الصكوك القائمة على أساس المشاركة
117	خلاصة
119	الخاتمة العامة
122	قائمة المراجع

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
37	مقارنة بين الأسهم والسندات	1
66	تطور فكرة إنشاء الأسواق المالية الإسلامية	2
77	إحصاءات حول الاقتصاد الماليزي من سنة 2010-2017	3
94	تطور الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزي في الفترة من 2010-2016	4
97	حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015	5
102	حجم صكوك المرابحة مقارنة بحجم إجمالي الصكوك وإجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015	6
107	تطور صكوك الإجارة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015.	7
110	تطور صكوك المشاركة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015	8
113	تطور صكوك المضاربة وإجمالي الصكوك وإجمالي السندات من سنة 2010-2015	9

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
64	صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي	1
82	النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا	2
89	موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية في النظام المالي الماليزي	3
95	حجم إصدار الأسهم الموافقة للشريعة والغير الموافقة لها	4
96	رسملة الأسهم الموافقة للشريعة والغير الموافقة لها	5
99	حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال	6

	الفترة 2010-2015	
99	إجمالي الصكوك وإجمالي السندات الغير الموافقة للشريعة لكل السنوات من 2010 إلى 2015	7
101	آلية عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل / المرابحة في ماليزيا	8
103	حجم صكوك المرابحة خلال الفترة 2010-2015	9
104	حجم الصكوك المرابحة مقارنة بحجم إجمالي الصكوك وإجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015	10
105	آلية معاملة صكوك الإستصناع في ماليزيا	11
107	آلية معاملة صكوك الإجارة في ماليزيا	12
108	تطور صكوك الإجارة في السوق المالي الماليزي من 2010-2015	13
109	تطور صكوك الإجارة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015	14
110	آلية إصدار صكوك المشاركة في السوق المالي الماليزي	15
111	تطور صكوك المشاركة من سنة 2010-2015	16
112	تطور صكوك المشاركة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015	17
113	آلية إصدار صكوك المضاربة في السوق المالي الماليزي	18
114	تطور صكوك المضاربة من سنة 2010-2015	19
115	تطور صكوك المضاربة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015	20
115	مجموع حجم صكوك المرابحة والمضاربة والإجارة والمشاركة من سنة 2010-2015	21

# المقدمة العامة

---

تحافظ الشريعة الإسلامية على المشروعية في أكبر صورها وفي جميع مجالاتها السياسية، الاجتماعية والاقتصادية؛ وتطبيق الإسلام في كل هذه النواحي يعتبر الضمانة الأساسية لأن تعيش الإنسانية في كنف الأمن النفسي والمجتمعي والمادي.

ولما كان المال هو عصب الحياة، كان للشريعة الإسلامية على وجه العموم والفقهاء الإسلامي على الخصوص نظريات ومبادئ كلية تتعدى النظريات المعاصرة والغربية، وتمتاز عليها بكثير من المزايا باعتبار الشريعة الإسلامية محفوظة في مصدر هدايتها، وأنها شريعة ليست قاصرة على الدنيا فقط بل تنظر إلى الحياة على أنها جسر عبور إلى حياة أكبر، لذا تبرز خصائصها في المجال الاقتصادي بالشمول والاتساع، كما أنه يجب أن ننظر اليوم إلى هذه الميزات من ناحية الحاجة الماسة إليها لأن كثيرا من الأزمات الاقتصادية التي عاشها العالم الغربي ومازال سببها الافتقار إلى المبادئ التي توصله إلى بر الأمان، لذا يرى الكثير من الباحثين أن سببها هو عدم الأخذ بمبادئ الشريعة الإسلامية التي تحرم الفائدة.

لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين والمحللين الماليين بالأسواق المالية الإسلامية، وبشكل خاص السوق المالي الإسلامي الماليزي، حيث حقق نجاحا كبيرا وقدم نموذجا فريدا من نوعه وأصبح يمثل القبلية الأولى للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية، سواء المستثمرين الماليزيين أو المسلمين من باقي أنحاء العالم، حيث توفر هذه الأدوات فرص زيادة العائد وكذلك تمكن من تقليل المخاطر والخسائر، ويجب التركيز على الشيء الذي تتميز به هذه العوائد وهو أنها توفر للمستثمرين المسلمين خاصة زيادة عن الربح النفسي كون استثماره لا يتعارض مع الشريعة. وحتى تضمن هيئة الأوراق المالية الماليزية مشروعية هذه الأدوات قامت بتأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية وتتمثل مهامها أساسا في مراقبة ومراجعة مدى موافقة الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية للشريعة الإسلامية.

### الإشكالية:

انطلاقا من العرض السابق نتضح معالم إشكالية هذا البحث، والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي

التالي:

ما هو واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا؟

ويتفرع عن هذا السؤال الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية نذكرها فيما يلي:

- ماهي أهم مبادئ الاقتصاد الإسلامي؟
- ما هي خصائص السوق المالي الإسلامي الماليزي؟
- ماهي الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي الماليزي؟

## الفرضيات:

وللإجابة على إشكالية البحث والتساؤلات الفرعية ارتأينا الانطلاق من الفرضيات التالية:

1. سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا سوق قائم ويؤدي دوره كأى سوق تقليدي؛
2. تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال التقليدي بين أدوات مقبولة شرعا وأخرى بحاجة إلى تطوير بما يتفق والضوابط الشرعية بالإضافة إلى استحداث أدوات مائة جديدة؛
3. يمكن للتصكيك الإسلامي أن يضيف للصناعة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية ذات آجال استحقاق مختلفة التي من شأنها تطوير وتفعيل البنية التحتية للنظام المالي الإسلامي من أسواق ومؤسسات؛
4. الأدوات المالية الإسلامية كان لها أثر كبير في تطور ونمو السوق المالي الماليزي.

## المنهج المتبع:

في دراستنا هذه اتبعنا المنهج الوصفي، حيث قمنا بوصف واقع الاقتصاد الماليزي وكذا السوق المالي الماليزي، وتطور حجم إصدارات الأدوات المالية الإسلامية.

## أهداف البحث:

إن الهدف من هذا البحث يتمثل في الوصول إلى النقاط التالية:

1. الوقوف على مفهوم السوق المالي الإسلامي الماليزي؛
2. معرفة مدى توافق الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية مع الشريعة الإسلامية؛
3. دراسة تحليلية للأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

## حدود البحث:

يعتبر موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي لا يمكن حصرها في بحث واحد، لهذا كان بحثنا حول سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة الزمنية 2010-2017.

## أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع، حيث تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية ودورها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتعبئة الادخار العام وتوجيهه نحو الاستثمار الحقيقي.

## أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب لاختيار هذا الموضوع دون غيره، منها دوافع ذاتية وأخرى موضوعية:

## الدوافع الذاتية:

- الرغبة في مواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص، الذي زاولت فيه دراستي في مرحلة التدرج " نقود، مالية وبنوك " وتخصص ما بعد التدرج " نقود، مالية وبنوك. "

- رغبة مني في إثراء المعرفة الذاتية بموضوع يدرس أحد انشغالات الأمة بحكم انتمائنا لها.

### الدوافع الموضوعية:

البحث في مجال لا يقل أهمية عن المجالات الأخرى، وهو توظيف الأموال وفق مبادئ الشريعة الإسلامية من خلال عرض تجربة دولة إسلامية مثل ماليزيا في سوق الأوراق المالية والأهمية التي تحتلها سوق الأوراق المالية الإسلامية، سواء من ناحية دورها الاقتصادي وكذلك كونها تحمل المضمون الثقافي الإسلامي الذي نستطيع من خلاله أن نضمن تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار في السوق المالي.

### صعوبات البحث:

تكمن صعوبات البحث في صعوبة الحصول على البيانات والإحصائيات حول مختلف الصكوك وخاصة الحديثة منها، حيث أننا لم نشير إلى بعض الصكوك لعدم توفر الإحصائيات.

### الدراسات السابقة:

أهم الدراسات التي عالجت سوق المالي الإسلامي الماليزي ما يلي:

1. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، هي رسالة ماجستير تخصص إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، حاول الباحث أن يعالج الموضوع ويجب على التساؤل التالي: هل يوجد فرق بين نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية وبين ما هو معمول به على أرض الواقع في سوق الأوراق المالية الإسلامية؟ وقد خلص البحث إلى عدة نتائج أهمها وجود فروق جوهرية بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما توصل الباحث إلى أن تلك السوق لا تستطيع العمل بمعزل عن البيئة الاقتصادية التي تتواجد فيها مما يشير إلى عدم استقلاليتها وخصوصيتها لتمارس أعمالها وفق ما صممت لأجله دون أن تلتزم بالتشريعات والقوانين والسياسات النقدية والمالية الحاضرة لتلك الأسواق، وأن هذه الأسواق لم تكن لتتطور وتحقق النجاح بدون الدور الفعال التي تمارسه الجهات الرقابية الشرعية فيها لضبط معاملاتها وأدواتها وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛
2. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وهي رسالة ماجستير تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، حاول الباحث معالجة الإشكالية التالية: هل توجد مقومات إسلامية قادرة على إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بأدواتها الاستثمارية الشرعية؟ وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية: إن الاستثمار من منظوره الإسلامي، بعيد كل البعد عن الاستثمار من منظوره الوضعي، لاعتماد الأول على قواعد وأسس شرعية وله دوافع وضوابط تختلف عن نظيرتها الوضعية، إن سوق الأوراق المالية الإسلامية يتفق مع نظيره الوضعي في إطار العمل ألا وهو الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، إذ إن الأول يقيم الربط بمؤسسات وسيطة

من صلبه قائمة على أسس وضوابط شرعية، على عكس الثاني الذي يقيمها بقواعد المصلحة الدنيوية باعتماده على وسائل الاستثمار الوهمية من احتكار وربا ومقامرة؛

3. سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق الرأس الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، هي رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، حاولت الباحثة وضع تصور متكامل للسوق المالي في ماليزيا وتبيين دور الرقابة الشرعية في معاملاته لاسيما فيما يتعلق بالأدوات المالية القائمة وفقا لأحكام الشريعة والأدوات المالية الإسلامية من أجل إيجاد المنافسة الكاملة في الأسواق المالية العالمية بكفاءة وفاعلية، وقد وصلت الباحثة في الأخير لعدة نتائج منها: أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق مستقل عن السوق التقليدي لأنه يقوم على تشريعات وتعليمات ذات الصلة به لذا لايعتمد على سوق رأس المال اعتمادا كاملا إلا في بعض الأمور التي لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية إلا أن كلا السوقين خاضع لهيئة الأوراق المالية الماليزية لأن تأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية تحت سلطة هذه الهيئة.

تأتي دراستنا كمكمل لهذه الدراسات بتسليط الضوء على السوق المالية الإسلامية الماليزية وأهم الأدوات المتداولة فيها، خاصة بعد الأزمة العالمية في سنة 2008 والتوجه للعمل بمبادئ الاقتصاد الإسلامي كبديل للاقتصاد الوضعي.

### هيكل البحث:

لدراسة موضوع البحث من كل جوانبه تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول، اشتمل الفصل الأول على مدخل للأسواق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تناولنا في المبحث الأول ماهية أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فقد خصص لتقسيمات السوق المالي والهيئات والمتدخلون فيها، والمبحث الأخير تطرقنا إلى الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

في الفصل الثاني والمتعلق بالأسواق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي؛ فتمّ تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث بيّن المبحث الأول الإطار العام للاقتصاد الإسلامي، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي، وفي المبحث الأخير سلطنا الضوء على السوق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي.

أما الفصل الثالث والمتعلق بسوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، وذلك من خلال ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول منه نظرة اقتصادية على ماليزيا، أما في المبحث الثاني فرصد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وفي المبحث الأخير أبرزنا الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزي.

الفصل الأول:

**مدخل للأسواق المالية**

---

**تمهيد:**

قبل الخوض في موضوع الأسواق المالية الإسلامية لابد من الإحاطة بالإطار النظري للأسواق المالية، التي تعتبر إلى جانب القطاع المصرفي قطبي تمويل الخطط التنموية للحكومات والمؤسسات الاستثمارية، ومن جهة أخرى فهي تمثل ذلك الفضاء الواسع المتاح أمام المستثمرين والمدخرين لتوظيف أموالهم.

سنحاول في هذا الفصل تحت عنوان مدخل للأسواق المالية تسليط الضوء على بعض النقاط الأساسية في الموضوع من خلال ثلاث مباحث، حيث نتطرق في المبحث الأول لماهية الأسواق المالية ونتناول فيه لمحة تاريخية حول نشأة الأسواق المالية، مفهوم الأسواق المالية وأهميتها، في المبحث الثاني نتطرق لتقسيمات الأسواق المالية، الهيئات والمتدخلون وآليات العمل في الأسواق المالية، في المبحث الثالث نتناول فيه الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية:

إن المتتبع لتاريخ السوق المالية يكتشف أن نشوء هذه السوق وتطورها كان انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان ضرورة فرضها التطور الاقتصادي والتجاري في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت مع التطور الاقتصادي للإنسان في استغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي والتكنولوجي ونشوء الشركات ذات الفوائض المالية إذ سعت الشركات إلى استثمار تلك الفوائض من خلال تلك الأسواق، وسنتطرق بشيء من التفصيل لنشأة الأسواق المالية، ومفهومها وأهميتها.

### المطلب الأول: لمحة تاريخية حول الأسواق المالية:

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها التبادل عن طريق المقايضة، ثم عن طريق النقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال والالتقاء المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء. وكنتيجة لكبر حجم (السوق) الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية، وأسواق السلع المعمرة وأسواق الذهب، ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية وهي التي تعرف بالبورصات حيث يتم إنشاء أول بورصة في مدينة أنفيس عام 1536 م<sup>1</sup>.

وتتابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوروبا، ثم في أمريكا ثم في الدول العربية وأولها مصر حيث كان إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م كما أنشأت بورصة القاهرة عام 1890م<sup>2</sup>.

وقد ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة، التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها، حيث ظهرت شركات الأسهم أو المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، عن طريق قسمة رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة يكتب فيها أولئك المساهمون.

وارتبط ظهور السندات بالعجز الذي شهدته الدول نظراً لتزايد النفقات على المشاريع التنموية، والإنفاق على الحروب، حيث كانت إحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس كما لجأت إليها المؤسسات لزيادة أموالها لتوسيع أعمالها.

يرجع أصل كلمة بورصة من مصدرين، يشير الأول لاسم أحد كبار التجار " فان در بورص" Van der Bourse وهو تاجر من تجار مدينة بروج البلجيكية كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء، أما الثاني

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، 2003، ص5.

<sup>2</sup> محمد سويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، دار الفجر، القاهرة، مصر، ص92.

فيشير إلى فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة ثلاثة أكياس وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء، مصرفيين ووسطاء ماليين لتصديق الأعمال ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصديق أعمال الشراء والبيع، تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية " آدم سميث " التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تعتمد على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج مما يترتب عليه إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية مما يترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص للأوراق المالية أطلق عليه سوق الأوراق المالية وقد جاءت التسمية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق<sup>1</sup>.

لقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً:

- **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما أدى إلى اتساع نطاق التعامل التجاري مما قاد إلى كبر حجم هذه المشروعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما اضطره إلى أن يلجأ إلى المصارف للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة<sup>2</sup>.
- **المرحلة الثانية:** تميزت هذه المرحلة ببداية ظهور المصارف المركزية وسيطرتها على المصارف التجارية فقد أخذت المصارف التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر المصرف المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه المصارف محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها<sup>3</sup>.
- **المرحلة الثالثة:** تميزت هذه المرحلة بظهور المصارف المتخصصة مثل المصارف الزراعية والصناعية والعقارية ومصارف التنمية والاستثمارات... الخ، وقيامها بعمليات الإقراض المتوسط والطويل الأجل، وأصبحت هذه المصارف تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لتفي بحاجتها لتمويل المشاريع المختلفة.
- **المرحلة الرابعة:** تميزت هذه المرحلة بظهور الأسواق النقدية وزيادة حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهو ما يؤرخ لبداية اندماج السوق النقدي والسوق المالي.
- **المرحلة الخامسة:** تميزت هذه المرحلة بانتقال الاندماج من السوق المحلي إلى السوق العالمي، حيث شهدت هذه المرحلة بالإضافة إلى اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية اندماج الأسواق

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص5.

<sup>2</sup> حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية، دار الزهران، عمان، 1998، ص 13.

<sup>3</sup> نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس - ليبيا، ص 14.

المالية المحلية مع الأسواق الدولية تزامن ذلك مع التطور الهائل الذي حدث في وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل<sup>1</sup>.

والجدير بالذكر أن أبرز حادثتين في تاريخ الإنسانية أدت إلى تطور الأسواق المالية والفكر الاقتصادي عموماً هما<sup>2</sup>:

**أولاً:** حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف العالم الجديد (الأمريكيتين) وطريق الهند وما ترتب عليه من ازدهار حركة التجارة وزيادة التبادل بين الدول، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى شركات انتقل لشحن البضائع ومبادلتها في الأسواق المختلفة سواء كانت أسواق حاضرة أو أسواق آجلة وسميت حينئذ بالبورصات التجارية (بورصة البضائع).

**ثانياً:** الثورة الصناعية والتي كان لها أثر كبير في تطور الفكر الاقتصادي عامة وتطور الأسواق المالية على وجه الخصوص، حيث حلت الآلة محل الأيدي العاملة وبالتالي زاد الإنتاج وظهرت المشروعات الاستثمارية ذات الحجم الكبير التي تتطلب تمويلاً ضخماً يتجاوز القدرات المالية للمستثمر الفرد، ومن هنا ظهرت أشكال جديدة للشركات، وهي الشركات المساهمة التي يساهم في تمويل رأسمالها عدد كثير من الأفراد من خلال الأسهم التي يتم الاكتساب فيها والتي تعطيهـم الحق في تملك أصولها والحصول على أرباحها بحسب الأسهم التي اكتتب فيها الفرد، وبالتالي نشأت الحاجة إلى سوق منظمة لتداول تلك الأوراق المالية والتي سميت بالبورصة المالية (بورصة الأوراق المالية).

### المطلب الثاني: مفهوم وخصائص أسواق الأوراق المالية:

ويتضمن هذا المطلب هيكل الأسواق المالية ومحاولة إعطاء مفهوم للأسواق المالية والخصائص المميزة لها عن بقية الأسواق.

### الفرع الأول: تعريف السوق المالية:

يقصد بالأسواق المالية جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تعبئة المدخرات بكافة أشكالها وأجالها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر وغير مباشر.

والأسواق المالية بهذا المفهوم هي عبارة عن قناة بين أولئك الذين يمتلكون فوائض مالية (المدخرون)، وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون)، حيث تعمل السوق المالية على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد، شركات ... الخ) إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 7.

<sup>2</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 11.

- **التعريف الأول:** هي سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة في الغالب تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة<sup>1</sup>.
  - **التعريف الثاني:** هي مكان منظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثمارهم في تلك الأوراق المالية<sup>2</sup>.
  - **التعريف الثالث:** سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين<sup>3</sup>.
  - **التعريف الرابع:** سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع<sup>4</sup>.
  - **التعريف الخامس:** هو ذلك المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات<sup>5</sup>.
- من هذه التعاريف يمكن الوصول إلى تعريف شامل لأسواق الأوراق المالية كما يلي: أسواق الأوراق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية والجمع بين بائعي ومشتري هذه الأوراق المالية لتداولها وفق أطر وقوانين معينة حيث يتحدد سعر هذه الأوراق وفق قوانين العرض والطلب.

### **الفرع الثاني: خصائص السوق المالية:**

- من خلال تعريف السوق المالية يمكن استخلاص الخصائص المميزة لها على النحو التالي<sup>6</sup>:
- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين حيث أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيبي، مرجع سابق، ص15.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص35.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص37.

<sup>4</sup> محمد سويلم، مرجع سابق، ص81.

<sup>5</sup> مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2004، ص39.

<sup>6</sup> عبد الباسط وفا ومحمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996، ص22.

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم، والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

#### المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية:

أصبحت الأسواق المالية في الوقت الراهن ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعوماته، لما تقوم به من هذه الأسواق من دور واضح في دعم عمليات النمو والتطور الاقتصادي. وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية إثر التطورات العالمية، فقد وصل التطور العلمي والتكنولوجي مستوى متقدما في ميادين الاتصالات المتنوعة، وكان حصاد ذلك ارتباط دول العالم مع بعضها البعض بشبكة واسعة من العلاقات المالية والتجارية.

ويمكن أن نقول إن أهمية الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل<sup>1</sup>:

- تمويل خطط التنمية، حيث تحتاج مشاريع التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافد عند الدولة وهنا بدلا من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي تقوم بطرح مشاريعها في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل مشاريعها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها؛

<sup>1</sup> ياسر بن إبراهيم بن محمد، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2007/2008، ص 45.

- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لأسباب متعددة منها مشاكل التضخم، ومشاكل المخاطرة التي تتعرض لها البنوك عند منحها للقروض المتوسطة وطويلة الأجل؛
  - تساعد الأسواق المالية على منح التمويل بشروط ميسرة، وبتكاليف منخفضة، مقارنة بقروض البنوك الدولية، أو القروض الخارجية؛
  - كثيرا ما تتعامل الأسواق المالية بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات (الأجنبية) القابلة للتحويل، ما يترتب عليه إمكانية تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية؛
  - إن بعض الأفراد قد يتوفر لديهم فائض مالي، ويرغبون في استثماره بما يعود عليهم من الربح خلال فترة معينة، ونظرا لأن أصحاب ذلك الفائض تنقصهم الخبرة والمعرفة الجيدة بالأوجه التي يمكن أن يستثمر فيها هذا الفائض ببسر وسهولة ودون مخاطرة عالية، تأتي أهمية الأسواق المالية لتوظيف مثل هذه الفوائض وتشجيع الاستثمار في المشروعات المنتجة؛
  - أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية تمكن حامليها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة، وبدون تحمل أية خسائر؛
  - أن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته، وحماية صغار المستثمرين وبالتالي فهو يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر؛
  - نعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عمليات التنبؤ، والتي تساعد المستثمرين في الاستثمار الأكثر ربحا وأقل مخاطرة؛
  - زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة، أو توسيع المشروعات القائمة؛
  - أنها تسهم في اكتشاف الأسعار العادلة للأسهم، وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها.
- كما تعتبر الأسواق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما أنها تعد سوقا منظمة لتداول الأسهم والسندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة المرخص لهم وحيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي تلزم بها أعضائها من السماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين، بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن ومنبعه الشركات المالية ... وتلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الرواج والكساد<sup>1</sup>.
- وفيما يلي أهم المزايا التي تحققت سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة:

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 20.

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد؛
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل مدخراتهم للمستثمرين بهدف الاستفادة من عوائد مرضية؛
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية؛
- تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة؛
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات في سهولة ويسر؛
- تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة المفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي أحداث موجات تضخمية، خاصة وأن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.

### المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالي وآلية عملها

سنتناول في هذا المبحث تقسيمات السوق المالي حسب عدة معايير وكذا الهيئات المتدخلة فيها:

#### المطلب الأول: تقسيمات السوق المالي:

تقسم الأسواق المالية حسب عدة معايير فيتم تصنيفها حسب آجال استحقاق الأوراق المالية وبذلك تصنف إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، حسب الإصدار والتداول فنجد الأسواق الأولية والثانوية وغيرها من المعايير المعتمدة.

#### الفرع الأول: تقسيمات الأسواق حسب معيار آجال الاستحقاق:

حسب هذا المعيار تنقسم السوق المالي إلى:

#### أولاً: الأسواق النقدية:

وتمثل الشق الأول من السوق المالية، وهي سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة) وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحددة لإبرام الصفقات إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، وهو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات المالية حيث تقوم البنوك باستثمار فوائدها في هذا السوق وتحصل منه على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي<sup>1</sup>.

كما تعرف بأنها: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق وعادة ما لا تزيد مدة الأوراق عن سنة ومن أهم الأوراق المتداولة فيه شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية الأوراق التجارية وأذونات الخزنة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مروان عpton، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، ط3، الجزائر، 2005، ص 16.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية الإسكندرية، 2000، ص 238.

أو باختصار هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل: أذونات الخزانة<sup>1</sup>.  
وسميت الأسواق النقدية بهذا الاسم لأنه يمكن تحويل الأصول المالية فيها إلى نقود بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود أو لمجموع الأمرين<sup>2</sup>.  
وتتميز الأسواق النقدية بالميزات التالية<sup>3</sup>:

- ليس للسوق النقدي هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية الدور الرئيس في السوق؛
- الأموال التي يوفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب، أي ذات استحقاق سنة فأقل؛
- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛
- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسهيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
- أغلب أدوات السوق تتمتع بدرجة ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض،  
ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية<sup>4</sup>:

- شهادات الإيداع؛

- اتفاقيات إعادة الشراء؛

- أوامر السحب؛

- الكمبيالات المصرفية؛

- الأوراق التجارية؛

- أذونات الخزانة.

### ثانيا: أسواق رأس المال:

يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال وأصحاب الفائض المالي.  
كما يعرف بأنه: المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض، بأنواعها... الخ.

وباختصار هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل ويتكون هذا السوق من:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005، ص 23.

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 65.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2012، ص 61.

<sup>4</sup> سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2009، ص 6.

■ **أسواق حاضرة:** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل الأسهم والسندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية (الأوراق المالية) الورقة للمشتري فور إتمام الصفقة أي تنفيذ الصفقة يتم في الحال (تسليم واستلام فوري).

■ **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل بأدوات طويلة الأجل ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آليا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير الأسعار<sup>1</sup>.

ويعتبر سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد، لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات الكبيرة، مما جعل البعض يطلق عليه "سوق الصفقات الكبيرة"، ومن الممكن أن تتم فيه الصفقات الصغيرة<sup>2</sup>.

ومن مميزات سوق رأس المال:

- أنها أكثر مخاطرة من السوق النقدية؛

- أقل سيولة من السوق النقدية .

ومن أهم الأدوات المتداولة فيه هي الأسهم والسندات والصكوك الاستثمارية.

ولعل أبرز المتدخلين في هذه السوق هم:

- البنوك العقارية؛

- البنوك التجارية؛

- البنوك الصناعية؛

- صناديق التأمين؛

- الشركات الاستثمارية؛

- صناديق الاستثمار.

### الفرع الثاني: تقسيم الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول:

تنقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى:

#### أولاً: السوق الأولية:

أوالسوق الأول ويقصد به السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجُمهور لأول مرة

أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 42.

<sup>2</sup> ياسر بن إبراهيم مرجع سابق، ص 41.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 83.

كما تعرف بأنها السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية ولذلك يطلق عليها اسم سوق الإصدار<sup>1</sup>.  
تعتبر السوق الأولية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي وتظهر أهمية هذا السوق فيما يأتي<sup>2</sup>:

- أنها أحد الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض، وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية؛
- أنها تضمن توجيه المدخرات الوطنية في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي هي في مرحلة التكوين أو مرحلة التوسع والتطوير؛
- أن شركات المساهمة لا تستطيع أن تقوم في غياب الأسواق الأولية التي تعتبر الوسيلة المثلى في تمويلها، ولم تقم هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد عن تمويل المشروعات العملاقة، مما تشعر الفرد بالانتماء بمشاركته في تمويل التنمية الاقتصادية.

#### ثانياً: السوق الثانوية:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية فيها بيعاً وشراءً عبر السماسرة والوسطاء، لذلك يطلق عليها سوق التداول<sup>3</sup>، وهو السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار<sup>4</sup>.

هذه الأسواق إما أن تكون منظمة وتدعى حينئذ البورصة وإما غير منظمة وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة وذلك عن طريق وسطاء كالبنوك والسيارفة وسماسرة الأوراق المالية والملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع<sup>5</sup>.

تعتبر الأسواق الثانوية من أهم وأوسع الأسواق المالية وذلك لعدة أمور<sup>6</sup>:

- أنها توفر للأوراق المالية المصدرة في الأسواق الأولية عنصر السيولة ولذلك فإن السوق الأولية يستمد فاعليته من السوق الثانوية؛
- أنها تتضمن كافة العمليات الاستثمارية وترتبط بها عمليات الاستثمار المالي، كما ترتبط بها عمليات تكوين المحافظ الاستثمارية وإدارتها؛

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 23.

<sup>2</sup> ياسر بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 29.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 23.

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 94.

<sup>5</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 11/10.

<sup>6</sup> ياسر بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 30.

- أنها توفر للمستثمرين فرص الربح بكل يسر وسهولة، حيث يشترون السهم أو السند، ثم يبيعونه عبر الأسواق الثانوية حينما ترتفع قيمته، ولذلك فإن المستثمرين يكونون على استعداد لشراء الأوراق المالية لتفتهم من إمكانية بيعها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن؛
- أنها تسهم في اكتشاف الأسعار العادلة للأسهم وبالتالي قيم الشركات التي تمثلها، مما يؤدي إلى تخصيص أمثل لموارد المجتمع نحو أفضل الاستخدامات.

### الفرع الثالث: تقسيمات الأسواق المالية حسب مكان التداول:

#### أولاً: السوق المنظمة:

ولها تسميات منها السوق الرسمية، السوق الفارة وسوق المزاد وتتميز هذه السوق بوجود مكان معين، يلتقي فيه المتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية، وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة. وتعرف بأنها: المكان الذي يلتقي فيه مشترو وبائعو الأوراق المالية وجها لوجه أو عبر وكلائهم للمتاجرة في الأسهم والأوراق المالية الأخرى في أوقات محددة، وطبقاً لنظم وإجراءات معينة يحددها القانون أو التنظيم الداخلي لهذه الأسواق<sup>1</sup>. وفي الغالب يستعمل مصطلح البورصة على السوق المنظمة.

#### ثانياً: السوق غير المنظمة:

أو السوق غير الرسمية أو السوق الموازية والسوق الغير قارة وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بواسطة الخطوط الهاتفية أو الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين. ويطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء التعاملات. وتتعامل الأسواق غير المنظمة في الأوراق المسجلة في الأسواق الرسمية وغير المسجلة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها بالتفاوض. وعندما نقول أسواق غير منظمة هذا لا يعني أنها أسواق غير قانونية وإنما هي كبقية الأسواق لها تشريعات وقوانين خاصة بها.

وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى قسمين<sup>2</sup>:

- **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة،

<sup>1</sup> ياسر بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 32.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 45.

وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

■ **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

### المطلب الثاني: الهيئات المنظمة والمتدخلون في الأسواق المالية:

سننظر لمختلف الهيئات واللجان المنظمة للسوق المالي وكذا المتدخلون فيها:

#### الفرع الأول: الهيئات المنظمة في سوق الأوراق المالية:

من أجل حماية المدخرين و فاديا لأي تجاوزات قد تحدث فإن الدولة بهدف تشجيع حرية العمل في مجال الأسواق المالية تعمل على إخضاع سوق الأوراق المالية إلى قوانين وتنظيمات يسهر على تطبيقها هيئات مختصة منها ما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: لجنة البورصة والأوراق المالية:

ظهرت هذه اللجنة سنة 1933 بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك على إثر الأزمة الشهيرة عام 1929، كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة في البداية هو التحقيق في معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطاً شديداً من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة والتسعيرة، ومنع جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار.

#### ثانياً: لجنة عمليات البورصة:

ظهرت هذه اللجنة بفرنسا سنة 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات والتعديلات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.

#### ثالثاً: لجنة الأوراق المالية والاستثمارات:

حسب قانون 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بانجلترا وبموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات وزير المالية في هذا الشأن قد حولت إلى هذه اللجنة.

#### الفرع الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية:

يتدخل في سوق الأوراق المالية عدد من المتعاملين الاقتصاديين هم:

<sup>1</sup> سناجقي عبد الله، مرجع سابق، ص 51.

### أولاً: الجمهور:

يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار، تسعى الدول والبنوك التجارية اليوم إلى تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على دخول السوق المالية وجعل البورصة في متناول الجميع<sup>1</sup>.

### ثانياً: الحكومات (الدولة):

تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة خاصة في أسواق السندات، إذ من المعروف أن إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث مستوى المخاطر، إذ تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو تمويل المشاريع التنموية المختلفة، إن هذه الإصدارات قديمة جداً خاصة في بريطانيا التي كانت تجمع الأموال لتمويل التجارة الخارجية والحروب بإصدار سندات توزع على المستثمرين<sup>2</sup>.

### ثالثاً: بنوك الاستثمار:

تعمل بنوك الاستثمار أساساً في السوق الأولية للأوراق المالية فهي تساعد الشركات والمؤسسات على ترويج إصداراتها من الأوراق المالية، وتتضمن عملية الترويج ثلاثة عناصر هي: توجيه النصيح لمصدر الورقة بشأن نوع الأوراق المالية وتوقيت إصدارها، وشراء الأوراق المالية من المقترض، وطرح الأوراق المالية للاكتتاب ببيعها للجمهور وإذا كان حجم الإصدار كبيراً فقد يشترك أكثر من بنك في عملية تصريف الإصدارات في السوق<sup>3</sup>.

### رابعاً: صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار بأنها ذات طبيعة خاصة تهدف إلى تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استشارية لقاء عمولة معينة وقد أنشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المستثمرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة، وقد أثبتت التجربة الأمريكية والأوروبية أن إنشاء مثل هاته الصناديق كان له أثر فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة، وقد استفادت دول العالم الثالث من هذه التجربة إذ اتجهت بعض الدول مثل الهند، ماليزيا، الفلبين، هونغ كونغ إلى تطوير أسواق أوراقها المالية عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار المشتركة إلى خدمة فئتين من المستثمرين:

الفئة الأولى: هم المستثمرون الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحليل الأرباح وكذلك تتجه هذه الفئة إلى التعامل مع صناديق الاستثمار.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء 3 (تنظيم وإدارة البورصة)، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 13.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 29.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويره، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 135.

**الفئة الثانية:** هم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة وتوجيهها نحو استثمارات مناسبة، تناسب حركة السوق صعودا ونزولا لتحقيق ما يهدفون إليه من الحصول على الربح<sup>1</sup>.

**خامسا: المستثمرون المؤسسيون:**

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، وشركات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في السوق المالية في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو السوق المالية، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال في الأجل الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية<sup>2</sup>.

**سادسا: الوسطاء الماليون:**

يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن وسيط معتمد طبقا للقانون فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق الوسطاء المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق، والوسيط هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية وذلك لحساب العملاء ومقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري وهو يعتبر مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية<sup>3</sup>.

**المطلب الثالث: آليات العمل في الأسواق المالية:**

يقصد بآليات العمل شروط التسجيل والتسعير وطبيعة العمليات:

**الفرع الأول : التسجيل في البورصة:**

لتسجيل المنشأة أو المؤسسة بالبورصة يتطلب تحقيق مجموعة من الشروط لضمان كفاءة السوق، منها ما يتعلق بعدد المساهمين ومنها ما يتعلق بحجم المنشأة. ويمكن القول أن هناك مجموعة من المعايير أو الشروط العالمية قصد تسجيل المنشأة في البورصة أهمها<sup>4</sup>:

**أولا: الملاعة المالية للشركة:**

يجب أن يعكس رأس مال الشركة المصدرة للورقة المالية طبيعة الخطر الذي يواجهها، فالمشكلة ليست حد أدنى لرأس المال ثابت يعمم على الشركات حتى تصبح مؤهلة للتسجيل، ولكن يجب أن يكون رأس مال الشركة مصدرة الورقة المالية ملائما لدرجة الخطر التي تواجهها على النحو التالي:

<sup>1</sup> أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 63.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 19.

<sup>3</sup> أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 59.

<sup>4</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 92.

- أن تكون للشركة المصدرة أموالاً سائلة تكفي لتغطية خطري السيولة والتصفية لمواجهة التزاماتها المتسببة في توليد مخاطر تواجهها الشركة؛
- طرح أوراق مالية لها سوق، لشركات تقدم سلع وخدمات لها سوق لمنع تراكم الخسائر وإعطاء صورة حقيقية لوضع الشركة؛
- متطلبات مبنية على المخاطر؛
- متطلب أساسي يعكس مدى خطورة أنشطة الشركة وبصفة خاصة تلك المخاطر غير قابلة للقياس؛
- متطلبات مناسبة لموقف الخطر سواء من داخل أو خارج الميزانية تعكس تذبذب سعر كل شركة مع الاحتياط عند تركيز الخطر ومحاولة تخفيض خطر السوق؛
- متطلب أساسي يعكس خطر التسوية غير النابع من مصادر بخلاف نشاط التشغيل.

#### ثانياً: توفير العدالة للمستثمر في التسجيل:

توصلت الدراسات حول توفير العدالة والحماية للمستثمر إلى نتائج منها أنه من أهم عوامل حماية المستثمر هي الإفصاح وتوافر المعلومات المؤثرة وتبلورت معايير العدالة والحماية كشروط لتسجيل الورقة المالية في البورصة كما يلي:

- أن تكون الشركة المصدرة لها قوائم مالية منشورة ولها نتيجة أعمال إيجابية، وبعد التسجيل يجب أن يكون هناك إفصاح كامل ومنتظم وسليم للنتائج المالية والمعلومات الأخرى الهامة لاتخاذ قرار المستثمر؛
- أن يتم معاملة حملة الورقة المالية من نفس النوع في الشركة بمساواة وعدل؛
- يجب تطبيق المعايير المحاسبية العالمية عند مستوى عالي مقبول.

#### الفرع الثاني: صور التداول في البورصة:

كأي سوق فإن التعامل في البورصة يتم وفق آليات وصور معينة منها:<sup>1</sup>

#### أولاً: عمليات عاجلة:

ويتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها.

#### ثانياً: عمليات آجلة:

ويتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائياً.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 16.

### الفرع الثالث: التسعير في البورصة:

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، إلا أن ميكانيكية عمل قوى السوق هذه تتأثر إلى درجة ما بالأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها. وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل في معظم أسواق الأوراق المالية العالمية، سعر الأوراق المالية في البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وهناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة. وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

#### أولاً: التسعير المستمر:

التسعير المستمر تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، ولدقة هذه الطريقة فإنها تتم عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الوامر وفي أي لحظة<sup>1</sup>.

#### ثانياً: طريقة المناذاة:

وتتم باجتماع ممثلي العرض والطلب حول المقصورة، ويقوم كل واحد منهم بالشراء والبيع وتتم المزادات والتخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد سعر التوازن<sup>2</sup>، تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض. فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها. بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعداداتهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية مستعنيين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا. وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به. وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى. فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر "Coteur"، وهو عبارة عن موظف لدى سلطات البورصة، إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة. ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المعاملات أصبحت تتم بين الوكلاء وممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، أي هل هي عملية بيع أو شراء، وعن عدد الأوراق محل الصفقة

<sup>1</sup> سناجي عبد الله، مرجع سابق، ص 60.

<sup>2</sup> فتح الله ولعلو، توزيع المداخل: النقود والائتمان، دار الحداثة، بيروت، 1981، ص:364.

وغيرها من المعلومات، وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة. ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

### **ثالثاً: طريقة Fixing:**

كما سبق وأن ذكرنا فإن تحديد السعر في البورصة هو نتيجة تقابل العرض مع الطلب لورقة مالية معينة، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات. وتنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن، وتسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وطبعاً تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب<sup>1</sup>.

### **رابعاً: التعامل بالأدراج:**

يتم التعامل وفقاً لهذه الطريقة بصورة كتابية وليست شفوية، كما هو الحال في الطريقة السابقة. حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج، وتسجل كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة المالية على بطاقة يتم وضعها في ذلك الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط أو شركة بورصة متخصصة في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة، والتي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

**خامساً: التعامل بالصندوق:** تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن. ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

**سادساً: التعامل بالمقابلة:** يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب

<sup>1</sup> أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعة دروس موجهة لطلبة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006/2005، ص 117.

شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن. كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة. ومن هنا يمكن القول أن هذه الطريقة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية (المتتمثلة في التعامل بالمناداة) والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما.

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتسعير، وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي، حيث جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب أو عن طرق الإنترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى أن تدخل الوسطاء، الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات، من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة ويؤدي إلى تنشيط البورصة، حيث أنه كلما قل العرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية، تجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها، وشراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها.

**الفرع الرابع: الأوامر:** هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر<sup>1</sup>.

ويجب أن تكون هذه الأوامر صريحة و واضحة حتى لا يكون هناك أي التباس، ويتم تنفيذ هذه الأوامر بعدة طرق هي<sup>2</sup>:

**أولا: الأمر بالسعر الأحسن:** هو أمر شراء أو بيع لورقة أو جملة من الأوراق المالية بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد في الزمن، ويترك أمر تقدير السعر الملائم لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر إلا أن الوسيط يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر.

<sup>1</sup> شمعون شمعون البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65.

<sup>2</sup> سناجقي عبد الله، مرجع سابق، ص 58.

**ثانياً: الأمر لأول سعر:** هو أمر بالسعر الأفضل إذا ما وصل قبل جلسة افتتاح البورصة، بمعنى أنه أمر بالبيع أو الشراء يتم تنفيذه عند أول سعر محدد، ويختار العملاء هذا النوع من الأوامر نظراً لإمكانية تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سلفاً.

**ثالثاً: الأمر بالسعر المحدد:** هو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده، كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بسعر أقل من الذي سبق تحديده من طرف العميل للوسيط، وتجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون دائماً بالسعر المحدد.

**رابعاً: الأمر بالسعر المحدد مع إشارة "قف":** هذا الأمر يستعمل عادة لتجنب الخسائر، وهو عبارة عن أمر بالبيع بالسعر الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من قبل البائع، وهو أمر بالشراء بالسعر الأفضل الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أكبر أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.

**خامساً: الأمر بسعر السوق:** هذا الأمر لا يحمل أي إشارة حول السعر، كما أنه يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة في السوق. ويعتبر هذا الأمر من أبسط وأكثر الأوامر شيوعاً حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعاً أو شراءً حسب السعر السائد في البورصة، وفي حالة قلة الطلب أو العرض للأوراق موضوع الصفقة، فإنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر بالتدريج بطريقة التسجيل المستمر.

**سادساً: الأمر المتدرج:** يحدد المتعامل مجموعة مستويات لعملياته حيث يحدد لكذا من الأوراق المالية بكذا سعر، ولكل ورقة أخرى بسعر آخر، وهكذا...

**سابعاً: الأمر المعالج:** هو أمر صادر عن متعامل يرغب في عقد صفقة على كمية كبيرة من القيم المتداولة والذي يعطي فيه حق إجراء الأمر في أحسن الظروف إلى إرادة الوسيط شركة البورصة، بيت السمسرة الذي يكون محل ثقة كبيرة للعميل.

**ثامناً: الأوامر الخاصة:** هي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، الأولى تكون بطلب العميل من وسيطه شراء مجموعة قيم متداولة وبيع قيم أخرى، على أن تتم العمليتين المرتبطتين في نفس البورصة، وأحياناً ينبغي على العميل تحديد البيع أو الشراء، في حين أن الأوامر المرجحة تقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداها بالأخرى.

### المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية:

تعتبر الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية عن وثائق قانونية رسمية تحمل حقوق وواجبات الأطراف المعنية، هذه الحقوق والواجبات ليست ثابتة لكل المتعاملين بل قد تتغير من فئة لأخرى من المتعاملين وهذا ما أدى إلى ظهور أنواع مختلفة من الأدوات المالية المتداولة والتي سنتعرض لها بنوع من التفصيل فيما يلي:

#### المطلب الأول: أدوات الملكية:

تشكل أدوات الملكية أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتتمثل أدوات الملكية أساساً في الأسهم، والتي تندرج ضمنها عدة أنواع، وتتميز بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية، والتي سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط التالية:

#### الفرع الأول: تعريف السهم:

يعرف السهم على أنه: "عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حاملها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة"<sup>1</sup>. كما يعرف على أنه: "شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها"<sup>2</sup>.

أو هي "أصول للمساهمة، أو المشاركة في ملكية رأس مال المؤسسة"<sup>3</sup>.

مما سلف ذكره يمكن القول بأن الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتسب لها وهي قابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال كما أنها لا تحمل مدة استحقاق.

#### الفرع الثاني: قيم السهم:

يأخذ السهم أكثر من قيمة مالية يمكن إيجازها فيما يلي<sup>4</sup>:

أولاً: القيمة الاسمية (قيمة الإصدار): وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 147.

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 113.

<sup>3</sup> Sébastien Bossu, Philippe Henrotte, finance des marches, Paris, Dunod, 2008, p 38.

<sup>4</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية مع مدخل مفتوح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص ص 80/79.

**ثانياً: القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية):**

وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين لرأس المال والاحتياطات والأرباح المدورة، على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها ويمكن حساب القيمة الدفترية كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح المدورة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل تغير القيمة الزمنية للنقود، كما أن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات عائداً أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً، فإن القيمة المحورية لثورة هؤلاء المستثمرين أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية مما سبق يمكن القول أن القيمة الاسمية تمثل مفهوماً قانونياً، أما القيمة الدفترية فتتمثل مفهوماً محاسبياً.

**ثالثاً: القيمة المتداولة (القيمة السوقية):**

هي القيمة التي يتم بموجبها التداول على السهم في السوق الثانوية وبهذا المعنى فإنها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين.

**رابعاً: القيمة العادلة أو الحقيقية:**

هي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

**الفرع الثالث: أنواع الأسهم:**

يمكن أن يأخذ السهم عدة أشكال ونميز بين أنواع الأسهم حسب عدة معايير كالتالي:

**أولاً: تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:**

يمكن تقسيم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي<sup>1</sup>:

1- **السهم لحامله:** يصدر بشهادة ولا يحمل اسم صاحبه، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال

الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم في هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من عيوبه المخاطر الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياح، وغالباً ما يكون إصداره محدود أو ممنوع الإصدار من قبل الحكومة.

2- **السهم الاسمي:** وفي هذا النوع من الأسهم فإن اسم صاحب السهم يكون مثبت على الشهادة، ويسجل بسجلات الشركة وانتقال الملكية يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2009، ص ص 124/123.

3- السهم الأذني (السهم لأمر): وفي هذا النوع من الأسهم يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال الملكية من خلال عملية التطهير فقط دون الرجوع إلى سجلات الشركة.

ثانيا: تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

تقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى<sup>1</sup>:

1- الأسهم النقدية: تتمثل في ذلك النوع الذي تستوفي شركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في مواعيد لاحقة تحددتها الشركة.

2- الأسهم العينية: هي تلك الأسهم التي تستوفي شركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزون.

3- الأسهم المجانية: هي تلك الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين حيث أن قيمتها قد سددت من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

ثالثاً: تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:

وفقاً لهذا المعيار فإن الأسهم تقسم إلى:

1- الأسهم العادية: وهي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول ولحاملها الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة، إلى جانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، وفي هذا النوع من الأسهم لا يمنح حامله حق مميز عن غيره من حملة الأسهم للشركة المصدرة، سواء كان في الأرباح الموزعة أو في أصولها عند تصفيتها، ويمكن أن تصدر الأسهم العادية لغايات متعددة ويرتب مختلفة، ويأخذ أصحاب الأسهم العادية حصتهم من الأرباح الموزعة في شكل نسبة مئوية، من قيمة رأس المال، وقد تكون هذه الأرباح بشكل نقدي أو أسهم موزعة، بشرط وهو بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة حقوقهم، إلا أن القانون يعطيهم حق مراقبة الشركة ويكفل لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة في اجتماع الجمعية العامة، كما يكفل لهم حق مراقبة وفحص الدفاتر وسجلات الشركة<sup>2</sup>.

يتمتع أصحاب الأسهم العادية بجملة من الحقوق إذ أن الأصل أن تكون الأسهم عادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، وفي نفس الوقت أكثر

<sup>1</sup> السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006، ص 58.

<sup>2</sup> وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 124.

الأطراف تحملا للضرر والمخاطرة في حال فشل الشركة، لذلك فإن حملة الأسهم العادية يتمتعون بالحقوق التالية<sup>1</sup>:

- الحق في الإعلام؛
- الحق في المشاركة في الأرباح؛
- الحق في جزء من رأس المال وصافي الأصول الحقيقية عند التصفية؛
- حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال؛
- حق التنازل والتفاوض حول أسهمه.

#### أنواع جديدة من الأسهم العادية:

إضافة إلى الأسهم العادية والتي سبقت الإشارة إليها، ظهرت مؤخرا أنواع جديدة من الأسهم العادية هي<sup>2</sup>:

▪ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات من القرن الماضي أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي حققها، هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

▪ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: إن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم عن الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص التشريع على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الأرباح التي تحصل عليها.

▪ الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وفي هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم؛
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، وعندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين السعر الأدنى

<sup>1</sup> Olivier picon, la bourse ses mécanismes gérer son portefeuille, édition Dallos, Paris, 14<sup>eme</sup> édition, 2000, p 183-185.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 18.

للقيمة السوقية الذي تضمنه الشركة، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليها فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة وباختصار لا يوجد حد أقصى للأرباح أم الخسائر فهي محدودة.

**2- الأسهم الممتازة:** تجمع الأسهم الممتازة بين مميزات الأسهم العادية ومميزات سندات الدين، فهي تقترب في خواصها من الأسهم العادية كونها تمثل حق ملكية، وتشبه السندات في كونها تعطي الحق لحاملها في الحصول على مقدار ثابت من الأرباح سنويا، ومن جهة أخرى تختلف هذه الأسهم عن الأسهم العادية، في كونها لا تعطي حق التصويت على أعضاء مجلس الإدارة.

#### **أ- مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة:**

يتمتع حملة الأسهم الممتازة في شركة المساهمة بمجموعة من المزايا والحقوق المتعددة وهذه الحقوق هي<sup>1</sup>:

- أنها تحقق للمستثمر معدل عائد شبه مستقر؛
- أنها تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية.

#### **ب- مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة:**

- يتحمل حملة الأسهم الممتازة مجموعة من المخاطر وهي<sup>2</sup>:
- أن معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل؛
  - أن التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد في السندات غالبا ما يكون أقل؛
  - لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز في بعض الأحيان، حيث يتوقف ذلك على تواجد صافي الدخل، وقرار بإجراء التوزيعات، وتوافر السيولة الكافية لأداء التوزيعات، حيث أن التأخير أو عدم إجراء التوزيعات على هذه الأسهم لن يؤدي إلى تصفية الشركة.

#### **ج- أنواع الأسهم الممتازة:**

هناك أنواع عدة للأسهم الممتازة وهي كما يلي<sup>3</sup>:

- **الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح:** تعني الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل لهم وتجمع مع المستحق في السنة المالية الموالية، وبالتالي يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح المجمعدة معا، أما الأسهم غير المجمعدة للأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح للإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حق المطالبة بها.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص 479.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 480/479.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص 23/22.

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** هي فئة من الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة إضافية وهي حق الأولوية، وذلك بإعطائه حق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو بشكل جزئي، وهذا بعد أن يكونوا قد حصلوا على حصتهم في التوزيع الأولي.
  - **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** تصنف هذه الأسهم إلى أسهم قابلة للاستدعاء وأسهم غير قابلة للاستدعاء، أما القابلة للاستدعاء تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدد وعلى مدار الفترة الزمنية المحددة من تاريخ الإصدار وبالتالي تستطيع الشركة المصدرة ومن خلال هذه الخبرة السيطرة والتخفيض بما يسمى بالرفع المالي. وغالبا يصدر شرط الأسهم القابلة للاستدعاء بشكل مقرون بشرط الأسهم الممتازة القابلة للتحويل لصالح المساهم في حين أن شرط الاستدعاء لصالح الشركة المصدرة.
  - **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي، وتعطي حامل السهم الممتاز أفضلية للحصول على نصيب من الأرباح قبل المساهم العادي، وتعطيه الفرصة لإمكانية تحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي.
- د- **اتجاهات حديثة في الأسهم الممتازة:**

- إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية سابقة الذكر ظهرت أنواع جديدة من الأسهم الممتازة وهي<sup>1</sup>:
  - **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** للأسهم الممتازة توزيعات ثابتة، وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية وهي سندات الخزينة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 03 أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم.
  - **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.
- بناء على ما سبق فإن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي وخواص السند، فهي تشبه الأسهم العادية في كونها أداة ملكية غير محددة الأجل، كما أنها تشبه السند في أنها من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند ولو بدرجة أقل.

#### **المطلب الثاني: أدوات الدين:**

تتمثل أساسا في السندات إذ يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الدولة أو المؤسسات قصد الحصول على احتياجاتها المالية من خلال الاكتتاب العام عن طريق السوق المالية.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص ص 26/20.

**الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها:**

**أولاً: تعريف السندات:**

تعرف السندات على أنها صكوك مديونية تصدرها مؤسسات الأعمال كما تصدرها الحكومات المركزية والهيئات المحلية فضلا عن الهيئات الشبه حكومية<sup>1</sup>، ويمثل السند عقدا بين المؤسسة المصدرة له والمستثمر، يقرض بمقتضاه الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض مضافاً إليه معدل الفائدة المتفق عليه في تاريخ مستقبلي معين، وعادة ما تصدر المؤسسات الكبيرة والحكومات عددا كبيرا من السندات تمثل في مجموعها قرضا كبيرا، وتوزع هذه السندات على المستثمرين بحيث يصبح كل مستثمر مالك لحصة معينة في ذلك القرض تتوقف على عدد السندات التي اشتراها، وتحدد قيمتها ودرجة الإقبال عليها بالعائد المرتبط بها، بالإضافة إلى درجة الملاءة والثقة التي تتمتع بها الهيئة المصدرة لها.

**ثانياً: خصائص السندات:**

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي<sup>2</sup>:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يحصل حامل السند على معدل فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم تريح؛
- يتم استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية السند للتداول، أي يحق لحامله بيعه للغير؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية؛
- لا يحق المطالبة بقيمة الفائدة للسند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشرك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز طرحها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

**الفرع الثاني: مزايا السندات:**

عادة ما يفضل المستثمرون شراء سندات ذات العائد الثابت على الأسهم العادية لعدة أسباب أهمها أنها تمنحهم عائداً مستقراً فمعدل الفائدة الاسمي المحدد بالسند والذي يلزم مصدر السند لا يتغير بغض النظر عن التغيرات في أي قطاعات أخرى من النظام الرأسمالي، لذلك فإن للسندات أولوية في السداد

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 25.

<sup>2</sup> ضياء مجيد موسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 37/38.

عن الأسهم في حالة الإفلاس، ولا بد من الدفع الكامل للسند باعتباره دائن منذ تصفية الشركة قبل توزيع الأصول الباقية بين حملة الأسهم<sup>1</sup>.

أما بالنسبة للشركات فإنها تفضل إصدار السندات على الأسهم، لأن السندات لا تعطي لحملة حق التدخل في إدارة الشركة أو اختيار مجلس إدارتها أو التصويت على قراراتها على عكس حملة الأسهم، بالرغم من ذلك فإن الأسهم تمنح حملتها حماية أحسن ضد التضخم عكس السندات.

### الفرع الثالث: أنواع السندات

يمكن التمييز بين أنواع السندات وفقا لعدة معايير وأهمها<sup>2</sup>:

#### أولاً: حسب الجهة المصدرة:

تصنف السندات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين رئيسيين هما:

##### ■ السندات العامة:

وهي سندات تصدرها الخزينة العامة، فهي قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك والشركات العامة، والخاصة والمتعاملين الخواص، إن الهدف من إصدار هذه السندات هو تغطية العجز في الميزانية العامة خاصة والتحكم في سيولة البنوك والنشاط الاقتصادي.

##### ■ السندات الخاصة:

وهي السندات التي تصدرها الشركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، وهي تصدر بمعدل فائدة أكبر من معدل فائدة السندات الحكومية، إلا أن حاملها أكثر عرضة لمخاطر الوفاء بالدين وتسديد فوائده.

#### ثانياً: حسب الحقوق والامتيازات المقدمة:

يمكن أن نميز بين:

■ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية أخرى خاصة الأسهم العادية لنفس المؤسسة، وبذلك يصبح من ملاكها وله نفس حقوق وواجبات المساهمين العاديين، هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا كانت المؤسسة حققت معدلات نمو عالية، حيث يتيح تحويلها إلى أسهم الحصول على توزيعات مرتفعة، أما في حالة الركود الطويل نسبياً فيفضلون الاحتفاظ بها للحصول على فوائد ثابتة.

■ سندات ذات علاوة: لمالك هذه السندات الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، أي عند تاريخ الاستحقاق يدفع المصدر لحامل السند مبلغاً معيناً إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

<sup>1</sup> أمين السيد أحمد لطفي، التحليل الفني لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 453.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 91.

### ثالثاً: حسب الضمانات المقدمة:

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

- السندات المضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها كلها أو بعضها، وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.
- السندات غير المضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

### رابعاً: حسب معدل الفائدة:

حسب هذا المعيار يمكن أن نميز بين نوعين هما:

- سندات ذات معدل فائدة ثابت: يقدم هذا النوع عائداً متماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض ويزداد الطلب على هذا النوع عند انخفاض معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك.
- سندات ذات معدل فائدة متغير: في هذا النوع يتغير معدل الفائدة حسب تغير معدل الفائدة في السوق أو حسب معدل التضخم.

### الفرع الرابع: اتجاهات جديدة في السندات:

إضافة إلى ما سبق ظهرت اتجاهات جديدة في السندات يمكن تلخيصها على النحو التالي<sup>1</sup>:

أولاً: سندات لا تحمل معدل كويون: وتباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

ثانياً: سندات ذات معدل فائدة متحول: وهو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

ثالثاً: السندات ذات الدخل: لا يجوز لحملة السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد على سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح لاحقة.

رابعاً: السندات الرديئة (متواضعة الجودة): استحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص ص 22/21.

تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفًا بقدر من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.

**خامسا: سندات المشاركة:** تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل و في جزء من الأرباح. تعتبر الأسهم العادية والسندات الأوراق المالية الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، أما الأوراق المالية الأخرى فهي خليط بينهما أو أوراق مالية مشتقة، لذلك يجب توضيح أهم الفوارق بين الأسهم والسندات.

**الفرع الخامس: الفرق بين الأسهم والسندات:**

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01) : مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1-دين على الشركة.	1-جزء من رأس المال الشركة.
2-حامل السند دائن بقيمة السند.	2-حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3-عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3-ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4-حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	4-حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5-حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5-حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
6-حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6-عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7-القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7-القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8-الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8-عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح بخضع للضريبة.
9-حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9-للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
10-يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10-يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 44.

### المطلب الثالث: الأدوات المالية المهجنة:

سننظر إلى تعريفها وأنواعها:

#### الفرع الأول: تعريفها:

هي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية والسندات التي تمثل حق دين، ومن بين أهم أنواعها ما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: سندات المساهمة:

هي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة كانت أو عامة، وتعتبر ديون أبدية بمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.

#### ثانياً: شهادات الاستثمار:

وهي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره بالحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة. هنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة استثمار وهي جزء من السهم العادي فاقد التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة، ويقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام والخاص وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

#### الفرع الثاني: المشتقات المالية:

المشتقات هي: "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي تلك الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية<sup>2</sup>... الخ.

تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، والمشتق أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل، ويتم الآن تداول عمليات التسليم الآجل وخيارات البيع/ال شراء بنشاط كبير في البورصات، فهذا النوع من الأوراق المالية لا ينشأ من تلقاء نفسه مثل الأنواع السابقة بل يعتمد في وجوده على وجود أصل مالي أو مادي موجود

<sup>1</sup> محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002، ص ص 35/34.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 05.

بالفعل وبذلك يطلق عليه الأوراق المالية المشتقة أي أنها تشتق من أصل آخر موجود، وفي ما يلي نتناول أهمها:

### أولاً: العقود المستقبلية:

يتم التطرق في هذا العنصر إلى أهم التعاريف وأنواع العقود المستقبلية:

#### **1- تعريفها:**

تعرف العقود المستقبلية على أنها عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة وتخضع لإجراءات التسوية اليومية<sup>1</sup>، يجب أن تتوفر في العقود المستقبلية مجموعة من العناصر بالإضافة إلى طرفي العقد (المشتري والبائع) يجب أن يتحدد في العقد خمسة عناصر أهمها: تاريخ العقد، نوع الأصل محل التعاقد، الكمية، سعر التنفيذ أو سعر التسوية، تاريخ التسليم، مكان وطريقة التسليم.

يقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي<sup>2</sup>:

**وحدة التعامل:** هي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد.

**شروط التسليم:** تتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد والفترة الزمنية موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة، ووسيلة التسليم التي بموجبها يتم تسليم الأصل.

**حدوث تقلبات الأسعار:** تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث يفرض حداً أدنى وحداً أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعين، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام محدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

**نظام الهوامش:** نظراً لما تترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أذون الخزينة أو سندات حكومية... الخ.

**التسوية اليومية:** تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغيير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية الذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

#### **2- أنواع العقود المستقبلية:**

وأهم أنواع العقود المستقبلية ما يلي:

- عقود مستقبلية مؤشرات السوق: هي عبارة عن تسليم المؤشر في تاريخ وسعر محدد مسبقاً.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص 213.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 684.

- عقود مستقبلية السلع والعملات: يمكن تعريف عقد مستقبلية العملات بأنه إلزام بتسليم مقدار معين من عملة معينة في تاريخ لاحق (تحدده إدارة البورصة) وذلك طبقا لسعر صرف يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد<sup>1</sup>.
- عقود المستقبلية على أسعار الفائدة: هذه العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم الاتفاق عليها في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول محل العقد<sup>2</sup>.

### ثانيا: العقود الآجلة:

هي اتفاق على شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، يكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المؤسسات، وهذه العقود قليلة التداول في الأسواق المالية نتيجة لأنها تحمل شروطا وتفصيلا لا تناسب في العادة جميع المتعاملين في السوق المالية، وهي اتفاقيات ملزمة للطرفين، وعند حلول تاريخ التنفيذ تتم تسويته بين طرفيه بتسليم البائع للأصل مقابل استلامه لمبلغ السعر المتفق عليه من طرف المشتري<sup>3</sup>.

### ثالثا: عقود الخيار (الاختيارات):

**1- تعريف عقود الخيار:** يعرف عقد الخيار (الاختيار) بأنه اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة خلال فترة محددة (الاختيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما والأداة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا أو سعر فائدة، أو عملة، أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية<sup>4</sup>.

نظرا لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار) مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذ تمثل قيمة شراء حق الخيار.

بناء على ما سبق يمكن استنتاج ما يلي:

- الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعا أو شراء، أو أن التوقعات المتضاربة تعد أساسا في إنشاء خيار البيع أو الشراء؛
- تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظرا لأنهما تعطي المشتري للعقد الحق وليس الإلزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه؛

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 94.

<sup>2</sup> عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1996، ص 40.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 12.

<sup>4</sup> حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 171.

- التنفيذ لا يعني حتما تسليم واستلام الأصل موضوع التعاقد بل يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم والاستلام.
- 2- أنواع عقود الخيار: يمكن تقسم حقوق الخيار بشكل أساسي إلى نوعين هما<sup>1</sup>
  - خيار الشراء: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع، وهو المكافأة ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.
  - خيار البيع: هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وتاريخ مستقبلي مقابل علاوة تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.
- كما يمكن أن تقسم عقود الخيار حسب تاريخ التنفيذ إلى:
  - خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد أن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شراء العقد وتاريخ إنهاء الصلاحية.
  - خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي يوم واحد)

#### رابعاً: عقود المبادلة:

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداماً.

#### 1- تعريف عقود المبادلة:

تعرف عقود المبادلة على أنها "اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية"<sup>2</sup>.

#### 2- أنواع عقود المبادلة:

- مبادلات أسعار الفائدة: عقد المبادلة عبارة عن ترتيبات بين طرفين يتم بموجبها الاتفاق على مبادلة دفعات بمعدل فائدة ثابتة بدفعات بمعدل فائدة متغيرة وخلال فترة زمنية محددة.
- مبادلات أسعار الصرف: تمثل عمليات المبادلة بين عمليتين معينتين، في شراء أحدهما وبيع الأخرى، على أساس سعر آني أو فوري لكل منها وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (سعر آجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة

<sup>1</sup> بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2014، ص 24.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 213.

حيث أن على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العمليتين، وعليه فهي تعود على مبادلة تدفق نقدي بأخر له شروط وخصائص مختلفة.

## خلاصة:

تناول الفصل الأول أساسيات حول الأسواق المالية من حيث النشأة والماهية والمتعاملين بالسوق، وخصوصية الإبداع المالي الذي ساهم بشكل أو بآخر في تعميق دور هذه الأسواق اقتصاديا وماليا، من خلال توسيع قاعدة الخيارات أمام عموم المستثمرين الصغار والمؤسسات، كما عرض الفصل أهم المعايير المعتمدة في تقسيم الأسواق المالية، وكذا أهم الأدوات المتداولة بها.

كما تطرق الفصل للوظائف التي يمكن أن تقوم بها الأسواق المالية من خلال توفيرها للموارد المالية اللازمة وكذا توفير قنوات استثمارية ملائمة لأصحاب الفوائض المالية، وتختلف درجة تطور الأسواق المالية من دولة إلى أخرى حسب مجموعة من الظروف منها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتاريخية، ويبقى الجانب الاقتصادي للدولة أهم المتغيرات التي تؤثر على تطور الأسواق المالية إذ هناك مجموعة من العوامل الاقتصادية تعمل على تنمية وتطوير الأسواق المالية ويكون لها الأثر المباشر وغير المباشر على عمل هاته الأسواق.

الفصل الثاني:

**الأسواق المالية في ظل**

**الاقتصاد الإسلامي**

---

### تمهيد:

إن الشريعة الإسلامية من أكبر الشرائع التي تسعى للمحافظة على مشروعية المعاملات في أكبر صورها وفي جميع مجالاتها السياسية والاجتماعية والاقتصادية وتطبيق الإسلام في كل هذه النواحي، ويعتبر الضمانة الأساسية لان تعيش الإنسانية في كنف الأمن النفسي والمجتمعي والمادي. ولما كان المال هو عصب الحياة، كان للشريعة الإسلامية على وجه العموم والفقہ الإسلامي، على الخصوص نظريات ومبادئ كلية تتعدى النظريات المعاصرة والغربية وتمتاز عليها بكثير من المزايا باعتبار الشريعة الإسلامية محفوظة في مصدر هدايتها، وأنها شريعة ليست قاصرة على الدنيا فقط بل تنظر إلى الحياة على أنها جسر عبور إلى حياة أكبر، لذا تبرز خصائصها في المجال الاقتصادي بالشمول والاتساع. كما أنه يجب أن ننظر اليوم إلى هذه الميزات من ناحية الحاجة الماسة إليها لأن كثير من الأزمات الاقتصادية التي عاشها العالم الغربي ومازال سببها الافتقار إلى المبادئ التي توصله إلى بر الأمان، لذا يرى الكثير من الباحثين أن سببها هو عدم الأخذ بمبادئ الشريعة الإسلامية التي تقوم على تحريم الفائدة.

المبحث الأول: الإطار العام للاقتصاد الإسلامي:

يستمد الاقتصاد الإسلامي مبادئه وأصوله من القرآن والسنة، فهو بذلك يتناسب مع كل زمان ومكان، ويستطيع أن يقدم الحلول المناسبة لكل المشاكل الاقتصادية، لكونه له منهج خاص به ويتميز عن باقي الأنظمة الاقتصادية بمجموعة من الخصائص.

المطلب الأول: منهجية الاقتصاد الإسلامي:

الفرع الأول: شمولية الإسلام لكل جوانب الحياة:

إن مبادئ القرآن والسنة هي دستور المسلمين في أي مكان وأي زمان سواء كانت تلك المبادئ شخصية بحتة، اجتماعية، اقتصادية، إنسانية عالمية لا تتبدل ولا تتلون ولا تتأثر بالظروف والأحوال والمعايير المصلحية إلا في الحدود المقررة لها في نطاق العبادات أو المعاملات على النحو المشروع<sup>1</sup>. وهنا تبرز المثالية للإنسان في الفطرة الإسلامية له على خلاف المناهج الاقتصادية الأخرى في كونه جسد وروح أودعه الله فيه من الغرائز والشهوات اوجب التملك والاستئثار بمباهج الحياة وزخرفها وما يؤدي إلى بقاء الفرع البشري وامتداد الحياة على ظهر هذه الأرض وأودع فيه من الفطرة الإنسانية ما يجعله يرقى من عالم الحيوان إلى السمو والارتقاء<sup>2</sup>.

ولم يكن موضوع الاقتصاد بمنأى عن هذه الأهمية في التنظيم في ظل الفقه الإسلامي لأن الدولة مسؤولة أمام الله على كل ما يحدث لشعبها إذا قصرت أو أهملت، وأنها لم تبذل الجهد المطلوب ولم تستعن بأهل الاختصاص لتنفيذ هذه السياسات بل أنها مسؤولة حتى عن الحيوانات داخل أرض الدولة كما قال عمر بن الخطاب رضي الله عنه، وقد تطرق علماء السياسة الشرعية إلى موضوعات كثيرة في عالم المال تخضع للتدابير السياسية الرشيدة، سواء كان الموضوع يتعلق بقسم الفيء والغنيمة والجزية والخراج والغرامات المالية ومسائل كثيرة في أبوابها الصدقات والزكاة ونحو ذلك<sup>3</sup> ..

ومن هذه الزوايا والشمولية لنظرة الإسلام للاقتصاد نفسر ترغيب الإسلام في إنتاج الطيبات ذات المردود الاقتصادي حيث سخر الله عز وجل للإنسان هذا الكون ومنحه من الطاقات ما يتيح إليه الانتفاع بكل خير وموارده وحثه على العمل والسعي في طلب الرزق.

قال الله تعالى ﴿هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَأَمْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ ۗ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ﴾<sup>4</sup> ... ﴿لِيَأْكُلُوا مِن ثَمَرِهِ وَمَا عَمِلَتْهُ أَيْدِيهِمْ أَفَلَا يَشْكُرُونَ﴾<sup>5</sup>

<sup>1</sup> وهبة الزحيلي، موسوعة الفقه الإسلامي المعاصر، دار المكتبي، الطبعة الثانية، الجزء الثالث، 2008، ص 404.

<sup>2</sup> حسن سري، الاقتصاد الإسلامي، مبادئ وخصائص وأهداف، الإسكندرية، 2008، ص 11.

<sup>3</sup> علي محي الدين القرة داغي، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية مقارنة بالاقتصاد الوضعي، الجزء 02، دار البشائر للنشر، ط 2، ص 427.

<sup>4</sup> سورة الملك: الآية 15.

<sup>5</sup> سورة يس: الآية 35.

فقد هيا الله الأرض للإنبات وهيا البحر ليعطي السمك الشهي وتبحر فيه السفن وجعل الأنهار لتصون الماء فيرتوي الإنسان والحيوان والنبات<sup>1</sup>.

وليس طلب الله للإنسان السعي للرزق مقصور على ظاهر الأرض بل ينبغي على الإنسان مجابهة الحتميات وإعمال العقل والنظر في فجاج الأرض وبواطنها ليسخرها له وما تحمله الأرض من معادن نفيسة للارتفاع بها وهو ما يوضح تكالب العالم وصراعاته على الخيرات الباطنية من معادن مدفونة تحت الثرى صالحة للاستثمار والاستفادة منها لصالح الإنسانية.

قال الله تعالى: ﴿وَهُوَ الَّذِي جَعَلَكُمْ خَلَائِفَ الْأَرْضِ وَرَفَعَ بَعْضَكُمْ فَوْقَ بَعْضٍ دَرَجَاتٍ لِيُبْلِغَكُمْ فِي مَا آتَاكُمْ إِنَّ رَبَّكَ سَرِيعُ الْعِقَابِ وَإِنَّهُ لَغَفُورٌ رَحِيمٌ﴾<sup>2</sup>.

لذا شمل الإسلام الجانب الاقتصادي والمالي فيما يتعلق بإنتاج الثروة أو حتى توزيعها أو استهلاكها، كما تعلق أيضا بتنظيم بيت المال (الخزانة الإسلامية) وبيان موارده ومصارفه من الزكاة والفيء والغنيمة والخراج ونحوها وبيان حق الفئات الضعيفة في موارد الدولة وأموال الأغنياء وبيان ما حرم الله في مجال الاقتصاد من الربا والاحتكار وأكل أموال الناس بالباطل<sup>3</sup>، قال الله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾<sup>4</sup>.

ولعل من يتصفح ما يكتب من هنا وهناك يجد أن من أخطر الدسائس التي تحاك ضد شريعة الإسلام هو ما يقال من مهاجمة الإسلام أنه لم يعالج القضايا الاقتصادية سواء كان هذا عن قصد أو عن جهل كان من الواجب على المفكر المسلم العالم العامل لاستئناف الحياة الإسلامية وبيان شمولية الشريعة وإحاطتها لجميع المعالجات لكل ما في الكون والإنسان والحياة ولرد هذه الهجمة الفكرية التي تطعن في الإسلام وإن الحياة الإسلامية أهملت بعض جوانب الحياة الاقتصادية يمكن الرد بقوله تعالى: ﴿وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تَبْيَانًا لِّكُلِّ شَيْءٍ وَهُدًى وَرَحْمَةً وَبُشْرَىٰ لِلْمُسْلِمِينَ﴾<sup>5</sup>.

فالشريعة الإسلامية شاملة كاملة لجميع نواحي الحياة لأن الله لم يزل يعرف نبيه محمدا صلى الله عليه وسلم وأصحابه في درجات الإسلام ومراتبه درجة بعد درجة ومرتبة بعد مرتبة في جميع الأمور السياسية والاقتصادية والحلال والحرام، فكان الإسلام هو ذلك الدين الشامل القادر على معالجة كل مشكلات الحياة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> حسن سري، الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق ص 14.

<sup>2</sup> سورة الأنعام: الآية 165.

<sup>3</sup> يوسف القرضاوي، مدخل لدراسة الشريعة الإسلامية، مؤسسة الرسالة، 2001، ص 132.

<sup>4</sup> سورة البقرة: الآية 279/278.

<sup>5</sup> سورة النحل: الآية 89.

<sup>6</sup> محمود الخالدي، اقتصادنا، مفاهيم إسلامية مستتيرة، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005، ص 56.

الفرع الثاني: المقاصد العامة للاقتصاد الإسلامي:

يقوم الإسلام في عمومه على مقاصد كبرى تضمن له البقاء والخلود هذه المقاصد هي أساس العمران ولعل من بين هذه المقاصد مقصد المال، قال الله تعالى: (الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا)<sup>1</sup>، وقد حدد الله عز وجل وطلب الاستفادة من هذه الخيرات الموجودة على ظاهر وباطن الأرض وجعل لهذا المقصد جملة من الضوابط من ناحية وجوده وعدمه قال الله تعالى: ﴿قُلْ مَنْ حَرَّمَ زِينَةَ اللَّهِ الَّتِي أَخْرَجَ لِعِبَادِهِ وَالطَّيِّبَاتِ مِنَ الرِّزْقِ﴾<sup>2</sup>.

ولعل من أهم المقاصد الكبرى في مجال الاقتصاد الإسلامي وذلك حسب تعبير القرآن أن هناك مقصدين أساسيين:

- ❖ تعميم الأرض عمارة شاملة صالحة تشمل استخراج كل ما فيها من خيرات وكنوز واستغلاله واستثماره لصالح الإنسان فقال الله تعالى: ﴿هُوَ أَنْشَأَكُمْ مِنَ الْأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا﴾<sup>3</sup>؛
- ❖ تحقيق حسني الدنيا والآخرة فقال الله تعالى: ﴿وَمِنْهُمْ مَنْ يَقُولُ رَبَّنَا آتِنَا فِي الدُّنْيَا حَسَنَةً وَفِي الْآخِرَةِ حَسَنَةً وَقِنَا عَذَابَ النَّارِ﴾<sup>4</sup>، وقال تعالى: ﴿وَلَا تَتَسَنَّسْ نَصِيْبِكَ مِنَ الدُّنْيَا ۖ وَأَحْسِنْ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ إِلَيْكَ وَلَا تَبْغِ الْفُسَادَ فِي الْأَرْضِ﴾<sup>5</sup>.

المال في الاقتصاد الإسلامي مقصد موسع وفسيح وهذا يعني أن كل نشاط اقتصادي مشروع في ظل الإسلام إلا إذا ورد النص بتحريمه، وأن الإسلام قد فتح آفاقا واسعة للنشاط الاقتصادي وما على المسلمين أفراد وجماعات وولاية الأمر إلا أن يقتحموا هذا الميدان الفسيح مستظلين بتعاليم الإسلام وأن يبذلوا كل ما وهبهم الله من الطاقات والمواهب والإمكانات ليغترفوا من نعم الله وطيباته التي لا تحصى ولا تعد وأن يختاروا من أوجه النشاط الاقتصادي ما يتلاءم مع دينهم قيمهم الأخلاقية ليتحقق الرخاء والرفاهية لأمة الإسلام قاطبة<sup>6</sup>.

وحفاظا على مقصد المال من جهة العدم فيرفض الإسلام كل المعاملات التي لا تؤدي إلى تحقيق أهدافه الأساسية فينهى عن الإسراف والتبذير فيقول الله تعالى: ﴿وَلَا تَبْذُرْ تَبْذِيرًا﴾<sup>7</sup>، ويقول تعالى: ﴿وَلَا تَجْعَلْ يَدَكَ مَغْلُولَةً إِلَىٰ عُنُقِكَ وَلَا تَبْسُطْهَا كُلَّ الْبَسْطِ فَتَقْعُدَ مَلُومًا مَّحْسُورًا﴾<sup>8</sup>.

<sup>1</sup> الكهف: الآية 45.

<sup>2</sup> الأعراف: الآية 32.

<sup>3</sup> سورة هود: الآية 61.

<sup>4</sup> سورة البقرة: الآية 201.

<sup>5</sup> سورة القصص: الآية 77.

<sup>6</sup> حسن سري، مرجع سابق ص 6.

<sup>7</sup> الإسراء: الآية 26.

<sup>8</sup> الإسراء: الآية 29.

كما أن الاقتصاد الإسلامي هو نجاة للمجتمع من كثير من الأزمات بفضل مقاصده الرئيسية، لأن دورات الإنتاج والاستهلاك في مجتمع قائم على أساس الربا يعرقلها هذا الجزء الكبير من الثروة التي تدخر طمعا بالفائدة الربوية ويسحب بذلك من مجالات الإنتاج والاستهلاك الأمر الذي يؤدي إلى كساد قسم كبير من الإنتاج الاجتماعي للبضائع الرأسمالية والبضائع الاستهلاكية في حين يقوم المجتمع على أساس الاقتصاد الإسلامي على تحريم الربا تحريماً تاماً كما يمنع الاكتناز بالنهي عنه أو يفرض ضريبة عليه<sup>1</sup>. لذا إن كل ما نهدف إليه هو ربط هذا الاقتصاد بمقاصده الضرورية لتحقيق الذاتي للدولة، وتحقيق الاكتفاء الذاتي من القوة والعدة الاقتصادية وكذا تحقيق مقاصد الاقتصاد الإسلامي فحينها نستطيع بكل ثقة وحكم عقل سديد أن نجزم بأن مبادئ الإسلام بعمومها، والمجال الاقتصادي خصوصاً يهدف إلى إسعاد الفرد والجماعة وحماية مصلحة الإنسان نفسه سواء كانت شخصية، أو اجتماعية<sup>2</sup>، ونضيف إليه القيم الاقتصادية من ما حرمه الإسلام من وسائل الابتزاز والاستقلال والسرقة والتعصب وغير ذلك مما يضر بالحياة الاقتصادية وتنمية الإنتاج وإتقانه في ظل مجتمع مترابط ومتماسك يسوده الحب والوثام ويظله الأمن والسلام ويتلاشى منه الحقد والكراهية بين الطبقات ويتحقق فيه العدل الاجتماعي الذي يعتبر من أكبر المقاصد التي بني عليها الإسلام.

### المطلب الثاني: مفهوم الاقتصاد الإسلامي:

#### الفرع الأول: تعريف الاقتصاد الإسلامي:

من المعروف أن أحكام الإسلام تنقسم إلى قسمين رئيسيين أحكام ثابتة تمثل الوحدة السلوكية والعقدية للأمة، وأحكام متغيرة تعبر عن صلاحية هذه الشريعة لكل زمان ومكان والاقتصاد الإسلامي يشمل هذا المفهوم في إطاره العام فعند الكلام عن مكونات الاقتصاد الإسلامي يجب أن نفهم على أنه يعتمد على هاذين القسمين أحدهما ثابت وهو المستمد من كتاب الله سبحانه ورسوله الأمين صلى الله عليه وسلم، والآخر متغير مستمد من اجتهادات فقهاء الأمة، ويختلف باختلاف العصور والمكان والظروف البيئية لكل مجتمع، ومن هنا ندرك أن علم الاقتصاد أصوله قائمة مع بداية التشريع الإسلامي، وأنه نما وترعرع على يد فقهاء الأمة عبر العصور والأجيال، حتى أصبح في عصرنا الحاضر علماً مستقلاً بذاته يتدارسه الباحثون وعلماء الاقتصاد، الذين بهرهم ما يشتمل عليه من مبادئ وأسس وما يكتفنه من قيم وأخلاقيات لا تتوافر في أي نظام اقتصادي آخر<sup>3</sup>.

ومن هذا الفهم الموسع للاقتصاد الإسلامي يمكن القول أن النظام الاقتصادي الإسلامي هو دائرة الأحكام الشرعية التي انبثقت من العقيدة الإسلامية وعلم الاقتصاد هو دائرة العلم والمخبرات والخبرة البشرية مما أبدعته العقول، وانطلاقاً من هذا الفهم الإسلامي المستنير للاقتصاد تتحدد معالم النظرة

<sup>1</sup> محمد باقر الصدر، اقتصادنا، دار التعارف للطبوعات، 1991، ج 10، ص 26.

<sup>2</sup> وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 412.

<sup>3</sup> حسن سري، مرجع سابق، ص 31.

الصحيحة إلى الاقتصاد من قبل الفكر الإسلامي إذ فرق الإسلام بين أمرين يتعلقان بمادة الثروة التي هي محل بحث الاقتصاد وهما<sup>1</sup>:

- النظام الاقتصادي ومردده إلى أحكام الشرعية؛
- علم الاقتصاد ومردده إلى الخبرة البشرية.

إن من بين أهم التعريفات التي عرفت للاقتصاد الإسلامي أنه تنظيم اقتصادي يستبعد التعامل بسعر الفائدة، فهو يلغي بذلك المكاسب المضمونة والمبيعات الغير مملوكة ويعتبر المخاطرة هي أصل الاستثمار ومحرك التنمية<sup>2</sup>.

وهناك من يعرف الاقتصاد الإسلامي من منطلق أهدافه وغاياته ومقاصده فيقول هو إشباع حاجات الإنسان الأصلية وذلك في إطار من القيم والسلوكيات الحسنة والتي تتفاعل مع بعضها البعض فتولد توازناً دائماً بين الفرد والمجتمع من حيث مصالح كل منها ونشاطه<sup>3</sup>.

ففي ظل الاقتصاد الإسلامي يتحقق التوازن تلقائياً بفضل تفاعل قواه الذاتية دون أي تدخل خارجي، ويحدث هذا التوازن حين يتعادل المعروض من المدخرات مع حجم المطلوب من الاستثمارات إن تكون تلك المدخرات هي لوسيلة الوحيدة للطلب عليها، فالاستثمار يعمل بما هو متاح أمامه وعلى هذا فإن كل أموال الادخار سوف تستثمر عن آخرها وتدور أعمال الإنتاج دورتها وتدور في نهايتها عوائدها فتقوم بتوزيعها التوزيع العادل حسب مساهمة كل عامل من عوامل الإنتاج في تكوين الثروة<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني: مميزات الاقتصاد الإسلامي:

من خلال بعض التعاريف السابقة للاقتصاد الإسلامي يمكن أن نصف أهم الخصائص المميزة له عن غيره من جميع النظم الاقتصادية الأخرى من بينها:

#### أولاً: المال لله والإنسان مستخلف فيه:

ومبدأ الاستخلاف مقرر في القرآن أصلاً في مهمة الإنسان في هذه الدنيا منذ تعلق إرادة الله تعالى بخلق الإنسان قال الله عز وجل:

﴿وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً﴾<sup>5</sup>.

فالملك الحقيقي والتصرف المطلق إنما هو لله وحده سبحانه حيث تتميز القواعد العامة للاقتصاد الإسلامي، عن المفهومين الرأسمالي والاشتراكي الذين يفصلان الدين عن الحياة.

وظاهرة الاستخلاف أن المال سواء كان نقداً أو سلعة أو عوامل إنتاج أياً كانت فهي ملك لله موجد كل شيء وخالقه وواهبه وأن الإنسان مستخلف على هذه النعم بتسخيرها له فملكية الإنسان للمال ملكية

<sup>1</sup> محمود الخالدي، اقتصادنا، ص 44.

<sup>2</sup> يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، الأساس الفكري، دار الوفاء، ط 2، مصر، 1996، ص 35.

<sup>3</sup> حسين حسين شحاتة، النهج الإسلامي للإصلاح الاقتصادي، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 1993، ص 14.

<sup>4</sup> ممدوح مراد، الاقتصاد والفائدة، النهضة للطباعة والنشر، القاهرة، 1995، ص 194.

<sup>5</sup> سورة البقرة الآية 29.

مجازية مؤسسة على ملكية الله، من شأنها أن تثير دواعي الحرص على صلاح المال وتتميته على أن تدور هذه الملكية في فلكها الثابت، هو أن الله مالك الملك ولذا نجد للإسلام اتجاه هذه المسألة أحكاما متباينة شكلا متناسقة موضوعا، حيث يجابه البشر بحقيقة الملكية و أنها لله أصالة و للإنسان خلافة يكون المدخل:

﴿وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلِفِينَ فِيهِ﴾<sup>1</sup>.

حين يريد تنظيم الإنفاق يكون المدخل من باب الملكية المجازية:

﴿وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا﴾<sup>2</sup>.

حين يريد توجيهه إلى البذل الإنفاق يكون مدخله إلى النفس من باب أن الله مالك:

﴿وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ﴾<sup>3</sup>.

فخلافة الإنسان من ماله هي مصدر الالتزامات، التي فرضها الشارع على حائز المال نهوضا بأعبائها وامتنالا لما صدر عن المستخلف جل شأنه من أوامر ونواهي هدفها المحافظة على المال ووجوب إنفاقه في سبل الخير والبر.

فعلى الإنسان أن يستعمل هذا المال في طاعة الله وعبادته، ومن مفهوم الاستخلاف أيضا أن يسعى الإنسان إلى العمل وطلب الرزق وعمارة الأرض.

قال الله تعالى ﴿هُوَ أَنْشَأَكُم مِّنَ الْأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا﴾<sup>4</sup>.

والمال في الإسلام وسيلة وليس غاية في حد ذاته، وإذا كان الإنسان قد فطر على حب المال وأمر بالسعي في طلبه وكسبه إشباعا لهذه الحاجة الفطرية فيجب عليه ألا يقف عند حدود جمعه والتفاخر به والانشغال به عن عبادة الله والإنفاق في سبيله، وإذا كانت ملكية الفرد هي انتمان له على المال الذي في حوزته الله أمكنه منه بتوفيقه ورخص له أن يمتلكه وحفظ له الحق فيه، فهو موكل في ماله يجب عليه أن يمتثل أمر الشارع في تصرفاته المالية أخذا بالمال وإنفاقا منه.<sup>5</sup>

#### ثانيا: مراعاة الحلال والحرام:

كما حدد الإسلام طرق مشروعة لاكتساب المال وتملكه يصف الدكتور يوسف القرضاوي<sup>6</sup> ذلك بقوله - والقاعدة العامة في الكسب، أن الإسلام لا يبيح لأبنائه أن يكتسبوا المال كيفما شاءوا بأي طريق أرادوا بل هو يفرق بين الطرق المشروعة لاكتساب المعاش نظرا إلى المصلحة الجماعية، وهذا التفريق يقوم على المبدأ الكلي القائل بأن جميع الطرق لاكتساب المال الذي لا تحصل المنفعة فيه الفرد إلا

<sup>1</sup> سورة الحديد الآية 06.

<sup>2</sup> سورة النساء الآية 04.

<sup>3</sup> سورة النور الآية 33.

<sup>4</sup> سورة هود الآية 60.

<sup>5</sup> ممدوح مراد، الاقتصاد والفائدة، النهضة للطباعة والنشر، القاهرة، 1995، ص ص 9/8.

<sup>6</sup> يوسف القرضاوي: الحلال والحرام في الإسلام، مكتبة وهبة، الطبعة 11، القاهرة، 1977، ص ص 122/121.

بخسارة غيره غير مشروعة وأن الطرق التي يتبادل فيها الأفراد المنفعة فيها بينهم بالتراضي والعدل مشروعة.

فقد وسع الإسلام مجالات الكسب عن طريق تنويع وسائل الكسب للمال وتكثيرها ليتيح للفرد فرصة واسعة جدا للتصرف والتوصل إلى الكسب فتنوع ميادين العمل ويصبح النقد أكثر حركة وذلك كله أساس هام لوجود الرخاء وتقدم الأمة ولحل أي أزمة اقتصادية أيضا وتنقسم أسباب الملكية إلى قسمين:

- أسباب ابتدائية لا دخل لنشاط الفرد فيها كالهبة و الصدقة والإرث.
- أسباب تحدث بنشاط الأفراد وكسبهم وهي وسائل الكسب كالتجارة والزراعة والإجارة وغيرها، وهذا القسم محور التنافس بين الأفراد وكميدان المضاربة بين الأفراد والمجتمع وقيده الإسلام هذه الوسائل بقبود وشروط تكفل تحقيق مصلحة الجماعة كما أنها تحقق مصلحة الفرد ومن هنا نجد أن الشرع اشترط في مشروعية الكسب أحد الأمرين:

- أن يكون الربح مقابل عمل كأجرة الأجير والعامل ونحو ذلك؛
- أن الغنم بالغرم، ولتحقيق ذلك حرم الشرع كل وسيلة من وسائل الكسب التي لا تستوفي أحد هذين الوصفين فحرم السرقة والاحتكار والإسراف والغش، وحرم اكتناز المال وبمعنى أوضح فإن الاقتصاد الإسلامي يفرض أن يكون جميع رأس المال مستغلا.

### ثالثا: الشمولية-المسؤولية-الواقعية:

#### 1. الشمولية:

يتجلى الطابع الشمولي للاقتصاد الإسلامي كونه يتضمن كافة الاحتياجات البشرية، بمعنى توفير ضروريات الحياة من مأكّل ومشرب ومسكن وتعليم ورعاية صحية وحرية تعبير وغيرها من الحاجيات، التي تساعد الإنسان على تطوير طاقاته والمساهمة في المجهود الجماعي.

إن الاقتصاد الإسلامي يتميز عن النظم الأخرى بربطه بين المال والعمل وبين القيم الأخلاقية<sup>1</sup>، وذلك حتى يظل المال في حدود إطاره الطبيعي ووظيفته الصحيحة في المجتمع.

ويهدف الاقتصاد الإسلامي إلى الرقي بالقيم الأخلاقية، مثل الأخوة والصدق والعدالة ولذلك يعد اقتصادا هادفا بمعنى أنه يجمع بين العقيدة والأخلاق.

#### 2. المسؤولية

يقول الرسول ﷺ: (كُلُّكُمْ رَاعٍ وَكُلُّكُمْ مَسْئُولٌ عَنْ رَعِيَّتِهِ) رواه البخاري ومسلم. ويبين هذا الحديث الشريف أن مبدأ المسؤولية في الإسلام واضح جدا فالكل مسؤول في إطار الدائرة أو الشريحة التي ينتمي إليها كل الأفراد ولذلك نجد أن مسؤولية الفرد لا تتعدى الإطار الشخصي إلى الإطار الجماعي كما أن مسؤولية الجماعة تتعدى من الإطار الجماعي إلى الفردي وهذا يعزز الاقتصاد الإسلامي لتحقيق رقي

<sup>1</sup> أحمد النجار، المدخل إلى النظرية الاقتصادية في المنهج الإسلامي، دار الفكر، الطبعة الثانية، 1974، ص 40.

وازدهار المجتمع بأكمله، وهذا التوافق بين مصلحة كل من الفرد والمجتمع وتحديد حالات تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بما يكفل التوافق بين مصلحة كل من الفرد والمجتمع ويمنع إلحاق الضرر بهما<sup>1</sup>.  
**3. الواقعية:**

والمقصود بواقعية الاقتصاد الإسلامي أنه يستمد مقوماته من متطلبات الواقع الذي يجب أن يكون عليه الإنسان في حياته، وتبدو هذه الواقعية كذلك في نظرتة للفرد المستمدة من إمكانياته وظروف بيئته ولا يحمله من التكاليف إلا ما يطيق، يقول تعالى: ﴿لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا﴾<sup>2</sup>.  
كذلك لا يقبل الإسلام من الإنسان القادر على الكسب والتعطل عن العمل وإنما يفرض عليه السعي ويقدم له يد العون ويرشده إلى أن اليد العليا خير من اليد السفلى وأن المؤمن القوي خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف، حتى يحقق لنفسه حياة عزيزة تغنيه عن المذلة والمسكنة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> علي فلاق، مرجع سابق، ص 12.

<sup>2</sup> سورة البقرة الآية 286.

<sup>3</sup> جميل أحمد، الوظيفة التنموية للمؤسسات المالية الإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1996، ص

المبحث الثاني: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي:

- من الجدير بالذكر الإشارة إلى أن صيغ التمويل الإسلامية تتميز ببعض المميزات عن أساليب التمويل المعاصرة بشكل يجعلها مستوفية لمعايير التمويل السليم، ويظهر ذلك فيما يلي:
- طاعة الله سبحانه وتعالى وعدم عصيانه بخلو هذه الصيغ من الربا والظلم؛
  - أنها تعمل في الاقتصاد الحقيقي بالإسهام المباشر في إنتاج وتوزيع السلع والخدمات؛
  - أنها تلغى أثر التضخم ذاتياً لارتباطها بتمويل إنتاج السلع وتوزيعها؛
  - التوزيع المناسب للمنافع والمخاطر بين طرفي العملية؛
  - أنها تؤكد على البعد الاجتماعي والأخلاقي؛
  - أنها متعددة ومتنوعة بما يناسب حاجة طالبي التمويل وظروفهم (الملائمة).

المطلب الأول: صيغ قائمة على البر والإحسان:

حرص الإسلام على تأكيد التكافل بين المجتمع والتعاون لما فيه خير الجميع، ولذلك كما شرع الأحكام التي تحقق العدالة في عقود المعاوضات وضع الأحكام والنظم والتوجيهات التي تحقق التكافل والتعامل بين أفراد المجتمع في عقود التبرعات من باب الإحسان، كما شرع سبحانه وتعالى بعض الأساليب والآليات غير التعاقدية التي تعمل في مجال التكافل والتي يجمعها الإنفاق في سبيل الله وكل ذلك يرد في قوله تعالى ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ وَإِيتَاءِ ذِي الْقُرْبَى وَيَنْهَى عَنِ الْفَحْشَاءِ وَالْمُنْكَرِ وَالْبَغْيِ يَعِظُكُمْ لَعَلَّكُمْ تَذَكَّرُونَ﴾<sup>1</sup>.

ومن هذه الأساليب والصيغ التي تتضمن تمويلاً: القروض الحسنة - الزكاة - الوقف

وسوف يتبين ذلك في الفقرات التالية:

الفرع الأول: القروض الحسنة:

القرض هو إعطاء شخص لآخر مالاً لينتفع به على أن يرد بدله، ووجه الإحسان والإعانة في ذلك هو أن صاحب المال يقدم منفعة ماله مدة من الزمن لغيره ويضحي بها رجاء ثواب الله عز وجل الذي يفوق ثواب الصدقة.

وحاجة أصحاب المشروعات الصغيرة واضحة فالكثير من الشباب العاطل عن العمل ليس لديه رأس مال يكفيه ليبدأ به مشروعاً يعمل فيه وينفع المجتمع، كما أن الكثير من أصحاب المشروعات الصغيرة تعوزهم الأموال اللازمة للإنفاق على تشغيل أعمالهم خاصة أصحاب الحرف الصغيرة، وبعض الناس لديهم مدخرات لا يحتاجونها الآن والبعض يودعها البنوك في صورة حسابات جارية لا يأخذون عائداً عليها فيمكنهم تقديمها قرضاً حسناً لأصحاب المشروعات الصغيرة كأحد مصادر التمويل في المجتمع الإسلامي، كما أن بعض الجمعيات الأهلية التي تحصل على تبرعات من المسلمين بدلاً من أن تدفعها في صورة منحه أو إعانة لا ترد يمكن تخصيص جزء منها للإقراض الحسن لأصحاب

<sup>1</sup> سورة النحل الآية 90.

المشروعات الصغيرة وبذلك يتوفر لديها مصدر مستمر دوّار لمنح قروض لآخرين فتتسع دائرة النفع بهذه الأموال، كما أن البنوك الإسلامية وهي لا تدفع عوائد على الحسابات الجارية يمكنها تخصيص جزء من هذه الحسابات للإقراض الحسن لأصحاب المشروعات الصغيرة<sup>1</sup>.

### **الفرع الثاني: الزكاة:**

لسنا في حاجة إلى التأكيد على مشروعية الزكاة ومكانتها في الإسلام ودورها الاقتصادي والاجتماعي، ولكن ما نود ذكره بخصوص الزكاة وتمويل المشروعات الصغيرة هو أن الفقهاء يجمعون على أن الزكاة تعتبر أحد المصادر الإسلامية لتوفير التمويل للمشروعات الصغيرة بشكل أساسي وذلك في بحث موضوع صرف الزكاة إلى مستحقيها ومن بينهم الفقراء والمساكين، حيث جاء النص صراحة على أنه من صور صرف الزكاة للفقراء إعطاؤهم من الزكاة ما يمؤل به رأس مال الثابت ورأس المال العامل، وفي ذلك أقوال عديدة<sup>2</sup>:

- ❖ قالوا: فإن كان عادته الاحتراف أعطى - أي من الزكاة - ما يشتري به حرفته أو آلات حرفته قلّت قيمة ذلك أم كثرت، ويكون قدره بحيث يحصل له من ربحه ما يفي بكفايته غالباً تقريباً ويختلف ذلك باختلاف الحرف والبلاد والأزمان والأشخاص.
- ❖ أجاز أحمد ابن حنبل - للفقير أن يأخذ من الزكاة تمام كفايته دائماً في صورة متجر أو آلة صنعة أو ما نحو ذلك.

وهذا ما يجب تشجيعه والعمل عليه سواء كمسلمين فرادى أو من خلال الجمعيات الأهلية التي تتلقى الزكوات أو من خلال مؤسسة الزكاة الرسمية إن وجدت في الدولة.

واستخدام الزكاة كمصدر تمويل للمشروعات طبق عملياً في بنك ناصر الاجتماعي فيما يعرف ببرنامج "إنشاء رأس مال التكافل الاجتماعي" وذلك عن طريق تقديم جزء من مال الزكاة التي يجمعها البنك من خلال لجان الزكاة التابعة له في صورة رأس مال لمن يجيدون حرفة ولا يجدون رأس مال، أو يمارسون حرفة ويحتاجون إلى مستلزمات إنتاج وغير قادرين على توفيرها.

**الفرع الثالث: الوقف:** وهو أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي قامت بدور كبير في تاريخ الحضارة الإسلامية وهو من باب الصدقة الجارية التي يعود ثوابها على الوقف طالما ينتفع به حتى بعد مماته<sup>3</sup>. ويعرفه شمس الدين ابن قدامة المقدسي -الوقف- بأنه "تحبيس الأصل وتسبيل المنفعة" ويراد بالأصل العين الموقوفة ويراد بالتسبيل إطلاق فوائد العين الموقوفة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد عبد الحلیم عمر، صیغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدین التجاري والإعانات، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 28/25 ماي 2003، ص ص 508/507.

<sup>2</sup> يوسف القرضاوى، فقه الزكاة، مؤسسة الرسالة، ط2، 1401هـ - 1981م، ص ص 566/564.

<sup>3</sup> محمد عبد الحلیم عمر، مرجع سابق، ص 509.

<sup>4</sup> عكرمة سعيد صبري، الوقف الإسلامي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار النفائس، الاردن، 2011، ص ص: 42/41.

المطلب الثاني: صيغ قائمة على المشاركة في عائد الاستثمار:

يقوم هذا الأسلوب التمويلي على مبدأ المشاركة في النتائج المتحققة حسباً للأرباح بين أطراف العملية الاستثمارية ويشتمل هذا الأسلوب على صيغ تمويلية أساسية هي<sup>1</sup>:

الفرع الأول: التمويل بالمضاربة:

وهي صيغة يتم بموجبها المزج والتأليف بين عنصرين من عناصر الإنتاج وهما: عنصر رأس المال، وعنصر العمل والتنظيم في عملية استثمارية تضمن تحقيق مصلحة متوازنة لأصحاب رأس المال وللعمال المضاربين.

فالمضاربة هي شكل من الأشكال الملائمة لإقامة وتنظيم، بحيث يقوم الطرف الأول الذي لا يملك رأس المال ولكن يملك الخبرة، والتجربة والتخصص والحرفة بالإدارة والتنظيم المتعلقة بالنشاط المتفق عليه بينما يؤمن صاحب رأس المال بالموارد المالية اللازمة لإقامة المشروع، وتتنوع الأرباح بينهما حسب النسب المتفق عليها عند التعاقد، كالنصف والثلث والرابع، مع التأكيد هنا بأن النسبة تكون من الربح وليس من رأس المال، لأنه إذا كانت من رأس المال أصبحت ربا. ويتحمل صاحب رأس المال الخسارة في حالة عدم تقصير المضارب وعدم إخلاله بشروط المضاربة، هذا الأخير الذي تكون خسارته هي تكلفة الفرصة البديلة لخدماته التي قام بها خلال فترة المضاربة، ويتحمل الخسارة كاملة في حالة تقصيره أو إخلاله بالشروط المتفق عليها المتعلقة بالنشاط الاستثماري<sup>2</sup>.

مع العلم بان هناك هيئات لتقليل الخسائر المتعلقة بالنشاط الاقتصادي تجعل المناخ ملائم لتطور المضاربة لما توفره من معدلات أرباح مجزية في حالة نجاح النشاط سواء للمضارب أو لصاحب رأس المال، وهي أقل كلفة وخطورة بالنسبة للمشروع الفردي أو المصغر أو الصغير عند إنشائه بالمقارنة مع التمويل بالفوائد المسبقة وضماناته.

وهناك مزيج متنوع للمضاربات يختلف باختلاف المعيار المرتبط باستخدام رأسمال المضاربة، فمن حيث معيار التصرف هناك المضاربة المطلقة التي لا يتحدد فيها النشاط والمكان والزمان والصفة بل تطلق يد المضارب وتعطي له الحرية الكاملة في اختيار النشاط والمكان، وهناك المضاربة المقيدة وهي عكس الأولى.

أما من حيث معيار المدة الزمنية للنشاط الاقتصادي، فهناك المضاربة الدائمة وهناك المضاربة المؤقتة، والمنتهية أحيانا بالتملك.

<sup>1</sup> صالح صالح، مصادر وأساليب تمويل المشاريع الكفائية الصغيرة والمتوسطة في إطار نظام المشاركة، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 28/25 ماي 2003، ص ص 550/549.

<sup>2</sup> ربيع حسين وسلطاني محمد رشدي، «نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المضاربة، السلم الإنتاج»، كمدخل مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص 06.

أما من حيث معيار التطور النوعي للمضاربة فهناك المضاربة العادية حيث يقوم المضارب الأول بالعملية الاستثمارية، دون اللجوء إلى مضارب آخر، وهناك المضاربة المزدوجة أو المركبة حيث يمكن أن يقوم المضارب الأول بعملية استثمارية جديدة مع مضارب ثاني جزء من مال المضاربة وهذا النوع شائع في بعض المصارف الإسلامية، إضافة إلى انه يتوفر على مرونة كافية لتنمية أشكال الترابط والتعاون بين المشروعات من بداية عمليات إقامتها، خاصة إذا هيئت الظروف القانونية والمؤسسية لتنمية وحماية هذه التعاملات.

### الفرع الثاني: التمويل بالمشاركة:

تعرف بأنها «عقد بين شخصين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والربح، أو استقرار شيء له قيمة مالية بين مالكين فأكثر لكل واحد أن يتصرف تصرف المالك»<sup>1</sup> وهي صيغة تمويلية لإقامة المشروعات يتم في إطارها الاشتراك في الأموال لاستثمارها وتقليبها في الأنشطة الاقتصادية المتعددة بحيث يساهم كل طرف بحصة في رأس المال اللازم لإقامة المشروع. ولاشك في أن هذا النوع من الأساليب التمويلية للمشروعات الاستثمارية هام جدا فقد تعجز المشروعات عن ارتياد مجالات الاستثمار منفردة لضآلة حجم مواردها، وضخامة المبالغ المطلوبة في المشروعات الاستثمارية المراد تنفيذها، فيأتي الدور الفعال للمشاركات التي تمزج وتؤلف بين الإمكانيات المتاحة على مستوى الوحدات الصغيرة فتجعل منها قوة معتبرة لتوطين مشروعات جديدة أو توسيع القائمة وتطويرها وتجديدها.

وتتنوع المشاركات حسباً لطبيعة المعيار المستخدم في التمييز بينها، فوفقاً لمعيار طبيعة الأصول يمكن التمييز بين المشاركة الجارية والمشاركة الاستثمارية، أما بالنظر إلى معيار استرداد الأموال فهناك المشاركة المستمرة والمشاركة المنتهية،.... الخ.

### الفرع الثالث: التمويل بالمشاركة في الإنتاج الزراعي:

تتعدد الصيغ التمويلية الخاصة بتمويل الأنشطة الزراعية وهي أكثر انسجاماً مع طبيعة المشروعات، وتقوم على تنمية قاعدة الاشتراك في نتائج العملية الاستثمارية المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي الإنتاجي في القطاع الزراعي.

ومن بين أهم تلك الصيغ نذكر:

#### أولاً: التمويل بالمزارعة:

صيغة التمويل بالمزارعة تساهم في تأمين الوسائل اللازمة للاستثمار الزراعي حيث في إطار عملية المزارعة يتم تقديم الأرض والبذور للعامل الزراعي ويتم اقتسام الإنتاج بين الطرفين، مالك الأرض الذي يقدم الأرض والبذور والعامل الزراعي الذي يقوم بالعمل الزراعي والإنتاج الفلاحي.

<sup>1</sup> محمد شيخون، المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 120.

أما عملية المخابرة فيتم تقديم الأرض من قبل المالك للعامل الزراعي الذي يتكفل بتأمين البذور والقيام بالعمل الزراعي.<sup>1</sup>

إن تنظيم عمليات المخابرة والمزارعة في الاقتصاديات الإسلامية يتطلب تشجيع إنشاء مؤسسات متخصصة في المزارعات المتنوعة الحجم والمدة والنوعية في إطار قوانين واضحة ودقيقة تستوعب كافة أطراف العملية وانعكاساتها الاقتصادية والاجتماعية، بتحديد إجراءاتها وآليات تنفيذها وضمان حقوق أطرافها وأشكال الرقابة على عملياتها ومؤسسات حمايتها وضمانها، كل ذلك سيساهم في تطوير منظومة المشروعات الصغيرة الزراعية التي ستؤدي إلى تقليص البطالة وزيادة المساحات الزراعية المستغلة.

### ثانياً: التمويل بالمساقاة والمغارسة:

صيغة التمويل بالمساقاة والمغارسة تؤدي إلى تنمية الثروة النباتية من خلال إتاحة فرصة إنشاء مشروعات زراعية، فمن خلال عملية المساقاة يمكن تقديم الثروة النباتية التي تعود لمالك معين إلى عامل زراعي ليقوم بتنميتها واستغلالها ويكون الإنتاج الزراعي مقسماً بينهما حسباً للاتفاق المتعلق بعقد المساقاة، وأما بالنسبة لعملية المغارسة فيتم تقديم الأرض والأشجار للعامل الزراعي الذي يقوم بغرس الأشجار وتنميتها على أن تكون حصة مشاعة من تلك الأشجار أو من علتها أو منهما مع ولاشك فيما أنه كل من المزارعة والمساقاة والمغارسة هي نوع من المشاركات بين عناصر الإنتاج في القطاع الزراعي وتساهم إلى جانب الصيغ التمويلية الأخرى في إتاحة الفرصة للمستثمرين للمفاضلة بين أفضل الإشكال والأساليب لإنشاء مشروعات الصغيرة والمتوسطة دون تحمل أية فوائد أولية مسبقة وذلك لتقلص أشكال الوساطات السلبية لحساب الوساطات الاستثمارية الإنتاجية.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: صيغ قائمة على الدين التجاري:

وتتمثل أساساً في كل من التمويل عن طريق المرابحة لأجل والتمويل السلم الإستصناع.

### الفرع الأول: التمويل عن طريق المرابحة لأجل:

المرابحة إحدى صور البيوع، والبيع جائز شرعاً لقوله تعالى

﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ سورة البقرة من الآية 275

«وهي صيغة للتوسط من خلال المداينة، فيستخدم الوسيط أموال المدخرين لشراء سلعة حاضراً ثم بيعها بأجل (ديناً) للموسط لديه، بهدف ربح الفرق بين سعر العاجل والأجل»<sup>3</sup>، صورة تقوم على أحد أساليب تحديد ثمن البيع الثلاثة (المزايدة والمساومة والمرابحة) حيث يتم في المرابحة تحديد ثمن البيع للسلعة بتكلفة شراء البائع لها (الثمن+مصروفات الشراء) إضافة إلى ربح معلوم يتفق عليه، ولذا تعرف المرابحة

<sup>1</sup> نزيه عمار، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1993، ص 245.

<sup>2</sup> صالح صالح، مرجع سابق، ص 543.

<sup>3</sup> سامي إبراهيم السويلم، مراجعة علمية لكتاب المصرفية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 10، السعودية، ص 98.

شريعاً: بأنها بيع السلعة بثمن شرائها زائداً ربحاً معلوماً يتفق عليه، ويظهر الجانب التمويلي إذا بيعت السلعة مرابحة لأجل أو على أقساط، وبالتالي تتضمن العملية بجانب البيع ائتمانياً تجارياً يمنحه البائع للمشتري الذي يسدد الثمن فيما بعد من إيراداته إما مرة واحدة بعد أجل معين أو على أقساط، ومن المقرر شريعاً أنه تجوز الزيادة في ثمن البيع الأجل عن الثمن النقدي للسلعة لأنه كما يقول الفقهاء: "للأجل حظ في الثمن" والأنسب أن تقدر هذه الزيادة بمعدل العائد على الاستثمارات التي يحققها البائع من نشاطه أو يستترشد بالعائد على حسابات الاستثمار في البنوك الإسلامية في الدولة.

يتجسد أسلوب المرابحة لأجل تمويل المشروعات في صورتين أساسيتين هما:

❖ أن يكون البائع منتجاً للأصل الثابت المطلوب أو لمستلزمات الإنتاج أو يكون تاجراً ولديه بضاعة جاهزة فيتقدم إليه العميل بطلب شراء ما يحتاجه منها ويحدد الثمن بتكلفة الإنتاج أو تكلفة الشراء زائد ربحاً معلوماً يتفق عليه، وهنا يكون الائتمان من البائع مباشرة دون وسيط؛

❖ أن لا يكون البائع منتجاً أو تاجراً ولكنه ممول في الأصل ويطلب منه العميل شراء السلعة من منتجها أو تاجرها على أن يشتريها منه مرابحة وهذه الصورة تسمى "بيع المرابحة للأمر بالشراء" ويمكن أن تتم عملية التمويل من فرد أو بنك أو أي مؤسسة تمويلية.

نظراً لأن صورة المرابحة للأمر بالشراء أوسع من حيث نطاق إجراءاتها لذلك سوف نبين خطوات المرابحة عليها والتي تشمل في جزء منها الإجراءات العملية للصورة الأولى (التمويل من البائع) وتتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:

**الإجراء الأول:** الاتفاق المبدئي ويتضمن طلب العميل من الممول - كتابة أو شفوية - شراء للسلعة المطلوبة محددات مواصفاتها بدقة ومصدر توريدها إن كان يريد ذلك، وقيمة الفاتورة الأولية، ويدرس الممول هذه البيانات ويقرر مدى إمكانية التمويل وشراء السلعة وبيعها للعميل بعد التعرف على مدى جدارته الائتمانية إما بناء على معرفة شخصية بينهما في حالة التعامل الفردي، أو من خلال طلب بيانات عن حالته المالية، وإذا قرر التمويل يتم إبرام اتفاق مواعده بينهما لضمان الاستمرار في العملية ويمكن أن يتقاضى منه مبلغاً بسيطاً يسمى "ضمان جدية" لتأكيد ذلك.

**الإجراء الثاني:** يقوم الممول بشراء السلعة وهو في هذه الحالة بالخيار بين أن يشتريها من المورد الذي حدده له المشتري وبنفس السعر أو يشتري من أي مصدر وبالسعر الذي يمكنه التعاقد به بشرط أن يكون مساوياً أو أقل من السعر المحدد، وذلك لأن الممول يشتري لنفسه أولاً ويتحمل مخاطر السلعة خلال هذه الفترة.

**الإجراء الثالث:** بعد تملك الممول للسلعة يطلب العميل للحضور وإبرام عقد البيع، وإذا لم يحضر يقوم الممول ببيع السلعة في السوق ويتقاضى من مبلغ ضمان الجدية أي خسارة تلحق به جراء ذلك، وإذا باعها بأكثر من الثمن المتفق عليه لا يستحق المشتري مرابحة شيئاً من هذه الزيادة، ويلزم أن تتوفر في

العقد الضوابط الشرعية المقررة (طبقاً للنموذج المرفق في آخر هذه الورقة) مع مراعاة ما يلي عند تحرير العقد:

- ذكر الثمن منفصلاً إلى: ثمن الشراء + تكاليف الشراء مثل عمولة الشراء ومصروفات النقل والتأمين والجمارك وكل ما يتكبده لشراء السلعة حتى وصولها + الربح المتفق عليه ولا يذكر الثمن إجمالاً.
  - أنه لو كان قد اشترى البضاعة بالأجل مساوياً للأجل الذي سوف يمنحه للمشتري مربحة فلا يزيد في الثمن مقابل الأجل.
  - إذا اشترى البضاعة بخصم فيذكر في عقد البيع الثمن بعد الخصم.
  - إذا اشترى بعملة أجنبية وباع مربحة بعملة محلية يكون سعر الصرف يوم البيع مربحة.
- الإجراء الرابع:** تحصيل الثمن، وعادة يكون التحصيل على أقساط، وهنا توجد أحد الاحتمالات التالية:
- الاحتمال الأول: أن ينتظم العميل في سداد ما عليه من أقساط في مواعيدها وهذا هو الأصل والمطلوب شرعاً.

الاحتمال الثاني: أن يتأخر عن سداد أحد الأقساط في موعده بدون عذر فإنه من حق البائع الممول إلزام المشتري بحلول جميع الأقساط وقطع الأجل لها وهذا جائز شرعاً.

الاحتمال الثالث: أن يتوقف كلية عن السداد بسبب الإفلاس وهذا يدخل الممول مع الدائنين الآخرين في استيفاء حقه في صورة قسمة غرماء بناء على ما تقرره المحكمة.

الاحتمال الرابع: أن يتوقف عن السداد لإعساره، وبداية فإن الفقهاء يقررون أن إدعاء الإعسار لا يقبل منه بقوله بل لا بد أن يقدم بينة أو دليلاً بأنه معسر، لأن الرأي الفقهي أنه يقبل قول المعسر بإعساره في دين القرض ولا يقبل قوله في دين التجارة إلا ببينة لأن الأصل بقاء المال عنده، فإذا ثبت إعساره فعلاً فالواجب على الممول إنظاره إلى ميسرة، وبالتالي فهي ليست ديوناً معدومة كما يقول بذلك الفكر المحاسبي المعاصر، لأن ما عند الله ليس معدوماً.

### **الفرع الثاني: التمويل بصيغة السلم والاستئصال:**

#### **أولاً: السلم:**

ويسمى أيضاً السلف وهو نوع من البيوع الجائزة شرعاً ويعرف لدى الفقهاء بأنه "بيع موصوف في الذمة"<sup>1</sup>، وفي تعريف آخر "أن يسلم عوضاً حاضراً في عوض موصوف في الذمة إلى أجل"<sup>2</sup> وشرح ذلك أن البيع وهو مبادلة مال بمال يأخذ صوراً أربعة من حيث توقيت تسليم البديلين، الصورة الأولى: أن يتم تسليم الثمن والمبيع في وقت التعاقد على البيع ويسمى البيع النقدي أو الناجز، أو أن يتم تسليم السلعة عند التعاقد وتأجيل تسليم الثمن إلى وقت مستقبلي يتفق عليه سواء دفع الثمن كله مرة واحدة ويسمى

<sup>1</sup> الخطيب الشربيني: مغنى المحتاج، نشر مصطفى البابي الحلبي ط 2، مصر، 1377هـ- ص 102.

<sup>2</sup> ابن قدامة، المغنى والشرح الكبير، دار الكتاب العربي 1392هـ- 312/4.

البيع إلى أجل أو نسيئة، أو على دفعات ويسمى البيع بالتقسيط، والصورة الثالثة: وهى عكس الثانية بأن يتم تسليم الثمن عند التعاقد ويتأجل تسليم المبيع أو السلعة إلى أجل مستقبلي يحدد وهذا هو بيع السلم، وهذه الصور الثلاث جائزة شرعاً، أما الصورة الرابعة: فإنه يتم التعاقد على البيع ويتأجل تسليم الثمن والمبيع معاً إلى وقت مستقبلي ويسمى بيع الكالئ بالكالئ -أي المتأخر بالتأخر- وهذه الصورة منهي عنها شرعاً. وبذلك فالسلم باعتباره إحدى صور البيع جائز شرعاً لدخوله في عموم قوله تعالى ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ﴾<sup>1</sup>.

يظهر الجانب التمويلي الائتماني في السلم بشكل واضح، فالمنتج يحتاج إلى نفقات للقيام بنشاطه وقد لا تكفي موارده الذاتية فيتعاقد مع الغير على بيع كمية من إنتاجه ويتسلم منه الثمن حالاً للإنفاق على الإنتاج على أن يسدد هذا الدين من منتجاته بتسليم المشتري كمية من سلعة يتفق عليها، وهذا ما قرره فقهاء المسلمين القدامى حيث جاء لأحدهم في بيان حكمة مشروعية السلم: "ولأن بالناس حاجة إليه -أي السلم- لأن أرباب الزرع والثمار والتجارات والصنائع يحتاجون للنفقة على أنفسهم وعليها لتكتمل -أي يكتمل إنتاجها- وقد تعوزهم النفقة فجُوز لهم السلم ليرتفقوا -ينتفعوا- ويرتفق المسلم -أي المشتري- بالاسترخاص -أي الحصول عليها بسعر رخيص"<sup>2</sup>، ويقول آخر: "فإن صاحب رأس المال -أي الثمن- يحتاج إلى أن يشتري الثمرة، وصاحب الثمرة يحتاج إلى ثمنها قبل إبانها -ظهورها- لينفقه عليها، فظهر أن بيع السلم من المصالح الحاجبة، وقد سماه الفقهاء بيع المحاويج"<sup>3</sup>.

### ثانياً: الاستصناع:

وهو لغة: طلب الصنعة، واصطلاحاً: "أن يطلب من الصانع أن يصنع شيئاً بثمن معلوم"<sup>4</sup>، علماً بأن مادة الصنع والعمل من الصانع.

والاستصناع لدى المذاهب الثلاثة - المالكية والشافعية والحنابلة - نوع من السلم يسمى "السلم في الصناعات" بينما يرى الحنفية أنه عقد مستقل بذاته، ويظهر أثر هذا الاختلاف في أن الحنفية لا يشترطون تسليم الثمن عند التعاقد بل يمكن تأجيله أو تقسيطه، أما لدى المذاهب الثلاثة فإنه يلزم أن تطبق عليه كل شروط السلم ومن أهمها تسليم الثمن عند التعاقد.

### الفرع الثالث: التمويل بصيغة الإجارة

#### أولاً: تعريفها:

الإجارة من الناحية الشرعية هي عقد لازم على منفعة مقصودة قابلة للبدل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم، والإجارة المذكورة صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة، وفي إطار

<sup>1</sup> سورة البقرة من الآية 275.

<sup>2</sup> ابن قدامة، مرجع سابق، ص312.

<sup>3</sup> محمد نجيب المطعنى: التكملة الثانية للمجموع شرح المهذب، نشر زكريا علي يوسف- 94/13.

<sup>4</sup> العيني: رمز الحقائق شرح كنز الدقائق، 56/2.

صيغة تمويلية شائعة تسمح بالتيسير على الراغب في تملك الأصول المعمرة مثل السيارات والعقارات والأصول ذات القيم المرتفعة، ويمكن أن يستفيد منها العملاء بمختلف شرائحهم<sup>1</sup>.

### ثانياً: أنواع الإجارة

تصنف الإجارة أو التأجير إلى ثلاثة أنواع هي<sup>2</sup>:

**(1) الإجارة المنتهية بالتمليك:** إن صيغة التأجير المنتهي بالتملك هي الصيغة السائدة في المصارف الإسلامية، ويتضمن عقد الإيجار المنتهي بالتمليك التزام المستأجر أثناء فترة التأجير أو لدى انتهائها بشراء الأصل الرأسمالي، ويجب أن ينص في العقد بشكل واضح على إمكانية إقتناء المستأجر لهذا الأصل في أي وقت أثناء مدة التأجير أو حين إنتهائها. كما ينبغي أن يكون هناك تفاهم واضح بين طرفي العقد بشأن ثمن الشراء، مع الأخذ بعين الاعتبار مجموع قيم الدفعات الإيجارية وتنزيلها من الثمن المتفق عليه ليصبح المستأجر مالكا للأصل.

**(2) التأجير التمويلي:** يعتبر أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتصاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل<sup>3</sup>. من خلال هذا التعريف يتبين لنا أن للتمويل التأجيري ثلاثة أركان وهم: المؤجر، المستأجر، والأصل الرأسمالي.

### (3) التأجير التشغيلي:

تتميز صيغة التأجير التشغيلي بإن إجراءاتها شبيهة بصفقات الشراء التأجيري قصير الأجل. مثلاً يقوم المؤجر ذو الخبرة في تشغيل وصيانة وتسويق الآلات أو غيرها من الأصول الرأسمالية بشرائها لغاية تأجيرها إلى مستأجرين لفترات محددة بدفعات إيجارية وشروط مغرية. ويتحمل المؤجر تبعات ملكية الأصل من حيث التأمين والتسجيل والصيانة مقابل قيام المستأجر بدفع الأقساط وتشغيل الأصل، وتتفاوت فترة الإيجار بين ساعة واحدة وعدة شهور.

### ثالثاً: شروط الإجارة:

تتمثل شروط الإجارة فيما يلي<sup>4</sup>:

1. يجب أن تكون السلعة المؤجرة من السلع المباح استعمالها؛
2. يجب أن تكون السلعة من الأصول ذات المنفعة، ويبقى أصل السلعة ثابتاً بعد تحصيل المنفعة، ويندرج تحت هذا الأدوات المباني والآلات الصناعية (كآلات الغزل والتعبئة) والأجهزة المكيانيكية والسيارات وما شابهها من الأصول الثابتة؛

<sup>1</sup> وحيد أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، دار البراق، حلب، 2010، ص: 286.

<sup>2</sup> صوان محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص: 169/167.

<sup>3</sup> سمير محمود عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله المالية، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، القاهرة، 2001، ص: 80.

<sup>4</sup> شلهوب علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2007، ص: 431.

3. يمكن أن ينتهي عقد الإجارة بإرجاع السلعة إلى المؤجر، أو أن يملكها المستأجر في نهاية العقد، على أن ينص العقد صراحة على ذلك، أو أن يتفق كلا الطرفين بالتراضي على ذلك؛
4. يجب تحديد المدة التي سيتم إيجار السلعة فيها، وتحديد المبلغ الذي سيستحق للمؤجر والطريقة التي سيتم دفعه بها، كأن تكون دفعة واحدة بعد زمن محدد أو دفعات محددة في أوقات متفرقة؛
5. يجوز للطرفين أن يقوموا بمراجعة عقد الإجارة، كل فترة زمنية أو حسب ما يستجد، واستحداث تعديلات بالعقد أو إنشاء عقد جديد بموافقة الطرفين، إذا لم ينص العقد على غير ذلك؛
6. للمؤجر الحق في تحديد قيمة السلعة المراد تأجيرها والطريقة التي يتم بها دفع القيمة، كأن يتم الاتفاق على قيمة متناقصة أو متزايدة أو بمبالغ مختلفة، على أن يكون كل ذلك معلوماً تماماً للمستأجر حين إبرام عقد الإجارة؛
7. يحق لمالك السلعة، إذا رغب أن يبيعها لطرف ثالث قبل إنتهاء عقد الإجارة، إلا أن العقد يبقى سارياً كما هو وبدون أي ضرر على المستأجر؛
8. يحق للمؤجر مطالبة المستأجر بالتعويض عن الأضرار التي قد تلحق بالسلعة المؤجرة، إذا استخدمت بطريقة خاطئة أو جائزة لا تتناسب بما صنعت له؛
9. في حالة رغبة المؤجر في تغطية السلعة تأمينياً (كعقود الصيانة السنوية)، فإنه يتحمل تكلفة التأمين؛
10. تستحق الأجرة المتفق عليها فور تأجير السلعة، بالطريقة التي ينص عليها العقد؛
11. يجوز للمستأجر تأجير السلعة لطرف ثالث (تأجير من الباطن)، بعد موافقة المؤجر. وهنا يتحمل المستأجر الأول المسؤولية كاملة عما قد يحدث للسلعة من ضرر من المستأجر الجديد؛
12. يجوز إعادة تأجير كل سلعة أو عين ذات منفعة ما بقي أصلها؛
13. يجوز للمؤجر أن يحصل على عربون لضمان إتمام عقد الإجارة، وفي حال عدم إتمام العقد بسبب رغبة العميل، فإن العريون يستحق كاملاً للمصرف؛
14. تستحق الأجرة للمؤجر طوال فترة الإنتفاع بالعين المؤجرة، وفي حال توقفت الاستفادة منها (كتلفها أو خرابها)، فللمستأجر الحق في إنهاء العقد؛
15. يجب أن يحدد العقد واجبات كل من المؤجر والمستأجر تجاه العين المؤجرة كالصيانة الدورية أو إصلاح الأعطال؛
16. إذا نص عقد الإجارة على تملك المستأجر للعين المؤجرة، ورغب المستأجر في تملكها في فترة أقل فيمكن إبرام عقد جديد يتم فيه تحديد المبالغ المستحقة والمدد التي سيتم الدفع خلالها لقيمة المتبقي من الأقساط؛
17. يمكن أن يقوم المصرف بتملك سلعة معينة بناءً على رغبة عميله، ومن ثم تأجيرها إياها، كما يحق له بيعها أو تأجيرها بعد إنتهاء العقد لطرف آخر؛

18. إذا اشترى المصرف الأصل المؤجرة للعميل المستأجر، فيجوز للمصرف أن يسمي الثمن دون أن يكون على المستأجر الالتزام بذلك العقد، ولا يجوز أن ينص عقد الإجارة أو عقد البيع على أي إلزام بإعادة شراء العميل للأصل بثمن معين.  
ويمكن تلخيص ما سبق في الشكل التالي:

الشكل رقم 01: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على ما سبق

المبحث الثالث: ماهية السوق المالية الإسلامية:

في إطار الاهتمام المتزايد في العقود الأخيرة بالاقتصاد الإسلامي، والبحث عن حلول للمشاكل الاقتصادية في ضوء الشريعة الإسلامية حظي موضوع السوق المالية بنصيبه من البحث، لكن لم تصل بعد إلى نموذج متكامل يحيط بجميع أركان السوق المالية كما نجده في الأسواق التقليدية.

المطلب الأول: تعريف ونشأة السوق المالية الإسلامية:

تعرف سوق الأوراق المالية الإسلامية في إطارها الشرعي الإسلامي على أنها ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة من أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبتها من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل أن تستثمر الأموال في إطار شرعي<sup>1</sup>.

إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية ظهر منذ حوالي ثلاثة عقود من الزمن، وكان أول من طرح هذه الفكرة هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م حيث اقترح تداول الحصص الإستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986م الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الإستثمارية في: 1987/01/05 ثم شركة الأمين للأوراق المالية في: 1987/06/28، حيث طرحت كل منهما أول إصدار لها سنة 1988<sup>2</sup>. تتالت بعد ذلك النداءات المنوّهة لضرورة إنشاء أسواق مالية إسلامية، أو على الأقل إصدار بعض الأدوات المالية التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية، وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

<sup>1</sup> نوال سمر، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الإسلامية نموذجاً -، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية كلية الشريعة، 2015، ص 13.

<sup>2</sup> سليمان ناصر: السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، دورة تدريبية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 6، نقلاً عن: سامي حمود: تطبيقات بيوع المرابحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة: خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية عمان، 1987م.

## الفصل الثاني: الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي

الجدول رقم (02): تطور فكرة إنشاء الأسواق المالية الإسلامية

صاحب الفكرة	المؤتمر	السنة	الاقتراحات والتوصيات
سامي حمود	ندوة البركة الثانية في تونس	1984	<ul style="list-style-type: none"> <li>تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمربحة؛</li> <li>إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المربحة.</li> </ul>
بنك دبي الإسلامي	المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية باسطنبول	1986	إنشاء صندوق استثمار مشترك تساهم فيه البنوك الإسلامية، وتكون مهمته إنشاء المشروعات وطرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات
سامي حمود	في ندوة "خطة الإستثمار في البنوك الإسلامية" بعمان	1987	نفس اقتراحات في ندوة البركة في تونس
محمد سيّد مناعي	ندوة عُقدت بألمانيا	أوت 1988	تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات
	ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر بالقاهرة	سبتمبر 1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي؛</li> <li>إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية.</li> </ul>

المصدر: سليمان ناصر، المرجع نفسه، ص 6.

ولأهمية السوق المالية في الأنظمة الاقتصادية المعاصرة من خلال مآثره من وظائف خاصة توفير الفرص لأصحاب العجز والفائض المالي من أجل التمويل والاستثمار، هناك العديد من الأسباب التي تدعو إلى إقامة أسواق مالية وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> جمال لعمارة: تحديات السوق المالي الإسلامي، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، نوفمبر 2006، ص 6، نقلا عن: محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات

- كون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل، ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح (ومنها أسواق المال) هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمنظمين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية؛
- اعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض، في توجه تحدي فائض السيولة كونها لا تتوفر على صيغ يتم من خلالها تشغيل المدخرات لمدد قصيرة، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية دور المؤسسات المساعدة والمتممة للنموذج المصرفي الإسلامي لأنها تقدم أوعية يمكن من خلالها تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية؛
- مساهمة تكنولوجيات الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالي الإسلامي من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوربية ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالي الإسلامي على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة.

### المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للسوق المالي الإسلامي ومقومات إقامتها:

#### الفرع الأول: الضوابط الشرعية للسوق المالي الإسلامي

- هناك مجموعة من الضوابط العامة التي يجب توفرها لاقامة سوق مالي اسلامي منها<sup>1</sup>:
- الالتزام بالقيم الإسلامية: الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور، ومنها المعاملات في السوق المالي الإسلامي، كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات، أو التدليس، أو المقامرة وغيرها، مما هو معاملات محرمة تقتضي ضوابط السوق المالي الإسلامي الابتعاد عنها؛
  - تجنب مختلف المعاملات الربوية، سواء في مجال الديون (ربا النسيئة)، أو في مجال البيوع (ربا البيوع)، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات في السوق المالي بصفة خاصة؛
  - تجنب البيوع غير المشروعة، التي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة مثل: بيع الغرر، بيع العينة، بيع الكالئ بالكالئ، بيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش... الخ؛

اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 1993، ص 12.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 7.

- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الدين والعقل والنفس والعرض والمال، وهدف تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية؛
- شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف المختلفة للسوق المالي؛
- الوفاء بالعهود والعقود، وتداول الأوراق المالية الإسلامية الرائجة في السوق المالي الإسلامي، واستحداث منتجات مالية من شأنها أن تشجع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم، وكذا إعادة توطين الأموال المهاجرة خارج البلاد الإسلامية؛
- وأخيراً، فإن هذه الضوابط الشرعية العامة، والخاصة بكل أداة، تلعب دوراً استراتيجياً في تحسين أداء السوق المالي الإسلامي وتكسبه قدرة تنافسية عالية، مستقرة ومستمرة، تجعله في مستوى التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية المعاصرة.

### الفرع الثاني: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية:

- ويتوافر في الأمة الإسلامية كل مقومات إقامة الأسواق الأوراق المالية الإسلامية وهي<sup>1</sup>:
- **المال:** وهذا متوافر ولكن للأسف يستثمر في غير بلاد المسلمين ويتعرض للمخاطر الجسيمة من قبل المنظمات اليهودية والصهيونية؛
  - **الأوراق المالية الإسلامية:** لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية إسلامية كبديل للأوراق المالية المتداولة والتي لا تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
  - **الشركات والمنشآت:** التي تصدر الأوراق المالية : عندما تكون في حاجة إلى تمويل إسلامي وإلى حماية من تلاعب المضاربين والمقامرين؛
  - **المؤسسات المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية:** والتي تستطيع أن تقوم بدور هام في دعم المعاملات في الأسواق المالية الإسلامية؛
  - **علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي:** الذين يجمعون بين علوم الفقه والعلوم الفنية التجارية، لأداء الأعمال الفنية وفق الضوابط الشرعية.
- ويجب على أولى أمر المسلمين في البلاد الإسلامية المبادرة بإنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية وحتى يتم ذلك عليهم أن يطهروا الأسواق القائمة من المعاملات التي تخالف قواعد الشريعة الإسلامية، ويمكن أن يتم ذلك على النحو التالي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> حسين حسن شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، يونيو 1999، ص 12.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 13.

- ✍ إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- ✍ إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك؛
- ✍ وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب ) حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله؛
- ✍ وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم عند التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة عندهم؛
- ✍ التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية ( مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية..... ) لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية .

### المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالية الإسلامية

#### الفرع الأول: أهمية السوق المالية الإسلامية:

- وتتجلى أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ما يمكن أن تقدمه من خدمات للبنوك الإسلامية والتي تتمثل خاصة فيما يلي<sup>1</sup>:
- إن نجاح البنوك الإسلامية في تعبئة الموارد وجذب الأموال عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية (أي تحقيق السوق الأولية)، يتطلب إيجاد سوق ثانوية لتتكامل مع هذه السوق، ولتكون بمثابة الرئة التي تتنفس بها هذه البنوك، حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه السوق، وتمتص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة؛
  - إن وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدّخرات وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، كما تشير إحدى الدراسات إلى أن الإستثمارات العربية الخليجية لوحدها في الغرب تقدر بأكثر من 700 مليار دولار؛
  - إن دخول البنوك الإسلامية في استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل يعني تجميد الأموال لمدة طويلة، وعدم القدرة على تحويلها إلى سيولة عند الضرورة وذلك في غياب سوق لرأس المال الإسلامي، وهذا من بين ما يمنع البنوك الإسلامية من الدخول في مثل هذه الإستثمارات التي تُعتبر ضرورية لأي عملية تنموية، كما يمنعها ذلك من التحكم في سيولتها وضبطها وهي من الأمور التي تحرص البنوك على توافرها في أصولها، لذلك اقترح كحلّ لهذه المشكلة تحويل أكبر قدر ممكن من أصول المؤسسات والبنوك الإسلامية إلى عناصر قابلة للتسييل، ولا يتم هذا إلا بإصدار شهادات

<sup>1</sup> سليمان ناصر: مرجع سابق، ص 6.

قابلة للتداول تمثل الأصول القابلة لهذا الوضع، وإيجاد سوق ثانوية لتداول هذه الشهادات بحيث يصبح جزء هام من أصول البنك الإسلامي على درجة من السيولة تسمح بقياسها وضبطها. كما أن السياسة النقدية قد تستدعي أن تحتفظ المصارف بأدوات نقدية قصيرة الأجل كنسبة معينة من مجموع أصول هذه المصارف حتى تستطيع أن تُبقي على درجة من السيولة تؤهلها للوفاء بالتزاماتها حينما تضطر إلى ذلك، وهذا من شروط سلامة النظام المصرفي ككل، لذلك لا بد للمصارف الإسلامية من استخدام الأسواق المالية لهذه الأسباب؛

• وأخيراً يرى الخبراء بأن وجود سوق لرأس المال الإسلامي بأدواته ووسائله يجعل المقارنة الكاملة بين وسائل الإستثمار الإسلامية والوسائل المتاحة للبنوك التقليدية ممكنة وموضوعية أما قبل وجود هذه السوق فإن المقارنة لا تكون منصفة ولا عادلة نظراً لعدم التكافؤ في الظروف والإمكانات.

### الفرع الثاني: وظائف السوق المالية الإسلامية:

- في إطار اقتصاد إسلامي، يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تؤدي الوظائف التالية<sup>1</sup>:
- دعم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال؛
  - من خلال سوق الإصدار تسعى السوق المالية إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في: شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس مال مخاطر؛
  - من خلال سوق التداول تسعى السوق الإسلامية إلى:
    - ☞ تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار؛
    - ☞ الاستثمار المالي من خلال:
      - إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة؛
      - إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.
  - تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان؛
  - تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويل الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية، ورغبتها في المواءمة بين الربحية والسيولة والأمان؛

<sup>1</sup> شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير: انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بقرطاج، فيفري 2011.

- الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات..

#### **المطلب الرابع: الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي:**

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق مالية منضبطة اقتصاديا واجتماعيا. وإذا أردنا توضيح ذلك على نوعي الكفاءة فأنا سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويمكن أن نجمل القول في ذلك كما يلي<sup>1</sup>:

#### **1- على مستوى الكفاءة الخارجية:**

نجد ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات، والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب - كما سنلاحظ في الكفاءة الداخلية- يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

#### **2- على مستوى الكفاءة الداخلية:**

من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك نهى عن الاحتكار وحذر منه، وكلا المبدئين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق السلع العينة الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقدار من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم اتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي، مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجانا أو بأسعار رمزية.

ويقترح أحد الاقتصاديين بعض الخصائص التي ينبغي أن تتصف بها الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية<sup>2</sup>:

- تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه حركات الأسهم؛

<sup>1</sup> بريش عبد القادر وغراية زهير، دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات الاقتصادية في الأسواق المالية- دراسة حالة سوق رأس المال بماليزيا- الملتقى الوطني التاسع حول: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، سكيكدة، يومي 10/9 ماي 2011، ص 9.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 10.

- استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لاتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع للاستثمارات ذات الأجل الطويل؛
- توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصرًا في العائد النقدي المتوقع فقط، وإنما يتعداه إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.

### خلاصة:

مما سبق في هذا الفصل نجد أن الاقتصاد الإسلامي يستمد أصوله من القرآن والسنة، وهو نموذج قائم على أساس تلك الأصول بما يتناسب مع كل بيئة وعصر، فالأساس الذي اعتمد عليه ثابت هو القرآن والسنة أما المتغير فهو ذلك البناء الاقتصادي المعتمد أساساً على المعطيات الحالية، فبذلك كانت هناك صيغ وأدوات تمويل تقليدية إسلامية تتناسب مع مرحلة وبيئة زمنية معينة، لكن مع تطورات الجديدة وظهور السوق المالي، استطاع الفقهاء أن يقدموا لنا نموذج خاص يتمثل في السوق المالي الإسلامي له طبيعته ومميزات خاصة تختلف عن السوق المالي التقليدي.

# الفصل الثالث:

**سوق الأوراق المالية**

**الإسلامي في ماليزيا**

---

**تمهيد:**

اتجهت بعض الدول الإسلامية إلى إنشاء نظام مالي ومصرفي إسلامي مثل ماليزيا التي كان لها السبق بإنشاء نواة سوق رأس مال إسلامي في العالم، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف اختلافا تاما عن السوق المالي التقليدي، وتحاول السلطات الماليزية تطويره ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ويصبح بديلا للسوق المالي التقليدي. سنتناول في هذا الفصل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، أولا نحاول أن نعرف بماليزيا وما يزخر به هذا البلد من إمكانيات مادية واقتصادية في المبحث الأول، ثم نتطرق إلى تعريف السوق المالي الإسلامي الماليزي من خلال إعطاء مفهومها وتحديد الهيئات الرقابية فيها، وكذا تطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة وهذا خلال الفترة 2010 إلى 2017.

**المبحث الأول: نظرة اقتصادية على ماليزيا:**

التجربة الماليزية في التنمية تعد من التجارب التي تمتاز بخصوصيتها واهميتها بالنسبة لدول العام الثالث والتي يمكن السير على خطاها للنهوض من التخلف والتبعية في الاقتصاد، فقد تحولت من بلد يعتمد على تصدير المواد الأولية البسيطة إلى أكبر الدول المصدرة للسلع والتقنية الصناعية في منطقة جنوب شرقي آسيا. واستطاع الخروج من الازمة الاقتصادية الخانقة التي عصفت بدول جنوب شرقي آسيا في العام 1997، حيث لم تخضع لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي لعلاج أزمته بل عالجت المشكلة من خلال برنامج اقتصادي وطني متميز عمل على فرض قيود مشددة على سياسة البلاد النقدية والسير بشروطها الاقتصادية الوطنية، وليس الاعتماد على الآخرين الذين ييغون استغلال أزمته.

**المطلب الأول: التعريف بماليزيا:**

سنحاول في هذا المطلب التعريف بدولة ماليزيا<sup>1</sup>، تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا وتتكون من جزأين رئيسيين يفصل بينهما بحر جنوب الصين، ويقع الأول في الغرب جنوب تايلند وشمال سنغافورة، فيما يوجد الجزء الشرقي شمال اندونيسيا، مكونة من 13 ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية، بمساحة كلية تبلغ 329,845 كم<sup>2</sup>، العاصمة هي كوالالمبور، في حين أن بوتراجاي هي مقر الحكومة الاتحادية، يصل تعداد السكان إلى أكثر من 30,073,849 نسمة سنة 2013، يمثل الملايون النسبة الغالبية من السكان بنسبة ب: 50%، ثم يليهم الصينيون 23%، أما السكان الأصليون فيمثلون 11,8%، 6,7% هنود، بالإضافة إلى وجود عرقيات أخرى، أما من حيث الديانة فيمثل المسلمون النسبة الغالبة ب: 61,3%، 20% بوذيون، 10% مسيحيون، 6,3% هندوس، يد ماليزيا كل من تايلند واندونيسيا وسنغافورة وسلطنة بروناي، تقع ماليزيا بالقرب من خط الاستواء ومناخها مداري.

تاريخيا تشكلت ماليزيا كدولة حديثة عام 1963 حيث كانت تحت استعمار المملكة المتحدة التي بسطت نفوذها في مستعمرات في تلك المناطق أواخر القرن الثامن عشر، تكون النصف الغربي من ماليزيا الحديثة من عدة ممالك مستقلة، عرفت هذه المجموعة من المستعمرات باسم مالايا البريطانية حتى حلها عام 1946، عندما تم إعادة تنظيمها ضمن اتحاد الملايو، نظراً للمعارضة الواسعة أعيد تنظيمها مرة أخرى ضمن اتحاد مالايا الفدرالي في عام 1948، ثم حصلت على الاستقلال في وقت لاحق في 31 أوت 1957. دمجت كل من سنغافورة، ساراواك، وبورنيو الشمالية البريطانية واتحاد مالايا جميعها لتشكيل ماليزيا يوم 16 سبتمبر 1963، حصلت في السنوات التالية توترات ضمن الاتحاد الجديد أدت إلى نزاع مسلح مع إندونيسيا وطرد سنغافورة في 9 أوت 1965.

<sup>1</sup> الجزيرة نت، ماليزيا، تاريخ الاطلاع : 2018/01/16

<http://www.aljazeera.net/encyclopedia/countries/2014/10/18/%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7>

خلال أواخر القرن العشرين، شهدت ماليزيا طفرة اقتصادية وخضعت لتطور سريع. حيث يحدها مضيق ملقا، وهو طريق بحري مهم في الملاحة الدولية، كما أن التجارة الدولية جزء أساسي من اقتصادها. تشكل الصناعة أحد القطاعات الرئيسية في اقتصاد البلاد. كما انضمت ماليزيا إلى مجموعة الدول الثماني الإسلامية النامية. تمتلك ماليزيا تنوعاً حيوياً من النباتات والحيوانات.

#### المطلب الثاني: معطيات اقتصادية حول ماليزيا:

من أجل إعطاء لمحة على ما يزخر به البلد من إمكانيات، سنقدم بعض الإحصائيات الاقتصادية من عدد السكان والناتج الداخلي الخام، وكذا بعض إمكانيات الفلاحة والثروات المعدنية. ومن أجل إعطاء لمحة اقتصادية لهذا البلد نقدم الجدول التالي والذي يتضمن بعض المؤشرات الاقتصادية على ماليزيا:

الجدول رقم (03): إحصاءات حول الاقتصاد الماليزي من سنة 2010-2017\*

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد السكان (مليون نسمة)	28.6	29.1	29.5	29.9	30.6	31.2	31.6	32
نسبة البطالة %	3.3	3.1	3	3.1	2.9	3.1	3.5	-
الناتج الإجمالي المحلي مليار رينجيت ماليزي	674946	709261	912261	955080	1012506	1062205	1107855	1158461
نمو الناتج الإجمالي المحلي %	-	5.2	5.5	4.7	6	5	4.2	4.3-4.8
الصادرات مليار رينجيت ماليزي	638822	697862	702641	719992	765417	777355	785935	-
الواردات مليار رينجيت ماليزي	-	-	606677	648695	682937	685778	698662	-

المصدر: التقارير السنوية لبنك نيغارا الماليزي من 2010-2017.

من خلال الجدول أعلاه يمكننا أن نلاحظ ما يلي:

- نلاحظ أن النمو الناتج المحلي الإجمالي على العموم في تزايد ابتداء من سنة 2010 حيث بلغ الناتج المحلي لهاته السنة 674946 مليار رينجيت ماليزي، إلى أن بلغ في سنة 2016 مبلغ 1107855 مليار رينجيت ماليزي ومن المتوقع أن يبلغ سنة 2017 حوالي 1158461 مليار رينجيت ماليزي، مع العلم انه بلغ أعلى نسبة نمو في سنة 2014 حيث بلغت نسبة النمو 6%؛
- نلاحظ أن نسبة البطالة منخفضة ومستقرة حيث بلغت مداها بين سنة 2010 إلى غاية 2016 نسبة 0,6% ، حيث كانت أدنى نسبة في سنة 2014 حيث بلغت 2,9%، في حين بلغت أعلى نسبة سنة 2016 حيث بلغت 3,5%؛
- نلاحظ أن الميزان التجاري يحقق فائض بين سنوات 2012 إلى غاية 2016، حيث نلاحظ أن الصادرات والواردات تسجل تزايد مستمر وهذا يعكس النمو الاقتصادي؛

\* 1 دولار = 4.1170 رينجيت ماليزي

🇲🇾 نلاحظ أن عدد سكان ماليزيا في سنة 2016 بلغ 31,6 مليون نسمة ومن المتوقع أن يبلغ سنة 2017 حوالي 32 مليون نسمة، حيث نلاحظ أن نمو الديموغرافي في تزايد مستمر.

بالإضافة إلى هذه المعطيات السابقة يمكن أن نوجز مختلف الإمكانيات والموارد التي تتوفر لدى ماليزيا<sup>1</sup>:

#### أولاً: الزراعة:

ماليزيا غنية بمواردها الزراعية، حيث نجد أن المساحة الزراعية في ماليزيا الغربية حوالي ثلاثة ملايين (3000,000) هكتار، وتشكل الزراعة الحرفة الرئيسية للسكان هنا حيث يعمل بها 55% من حجم القوة العاملة، ومن أهم المحاصيل نجد الارز، الجوز، فول الصويا وقصب السكر.... كما تغطي الغابات حوالي ثلاثة أرباع (4/3) من مساحة واسعة من أرض ماليزيا وتساهم الثروة الغابية في الدخل القومي، حيث نجد ان ماليزيا تحتل المركز السادس في انتاج الخشب بين دول آسيا ويساهم في صادرات البلد.

#### ثانياً: الثروة المعدنية والصناعة:

تتمتع ماليزيا بإمكانيات كبيرة في الثروات الطبيعية حيث نجد انها تصدر دول العالم في إنتاج القصدير بحجم إنتاج يقدر 65 ألف طن وهو ما يوازي نحو 36% من إنتاج العالمي، ويأتي الحديد في المرتبة الثانية بعد القصدير بحجم إنتاج يقدر نصف مليون طن، بالإضافة إلى باقي المعادن الأخرى من بينها البوكسيت 940 ألف وحدة، النحاس والنيكل والفوسفات... هذه الثروة المعدنية مكنت لاقتصاد الماليزي من بناء صناعة قوية حيث تقدمت بخطى حثيثة، ومن بين أهم الصناعات نجد صهر القصدير وكذا تصنيع المطاط ونشر الخشب والاسمنت والأثاث ومصانع المنسوجات ومعامل للكيمياويات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> جودة حسنين جودة، جغرافية اوراسيا الإقليمية، منشأ المعارف بالإسكندرية، 2000، ص ص 548/545.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 548.

### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الماليزية:

سنقدم تعريف حول سوق الأوراق المالية الماليزية وأقسامها:

#### الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية:

تطورت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، ولكن تاريخ سوق الأوراق المالية الماليزية يعود إلى عام 1930 أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورة كنقابة منظمة للتعامل في الأوراق المالية، في تاريخ 09 ماي 1960 تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث ادخل نظام غرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية وفي سنة 1964 انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسميا وأسست بورصة مستقلة لها، وفي تاريخ 14/12/1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة<sup>1</sup>.

وفي تاريخ 22 /02/ 2001 اعتمدت الحكومة الماليزية على خطط رئيسية بهدف تدعيم السوق المالي وكانت تهدف إلى تحقيق أهداف جوهرية هي كالتالي<sup>2</sup>:

✚ جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية؛  
✚ تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين؛ إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛

✚ تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة؛

✚ جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة؛

✚ جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

#### الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي:

ويقسم السوق المال الماليزية إلى ثلاثة أقسام وهي سوق الملكية، سوق السندات، وأخيرا سوق المشتقات<sup>3</sup>:

#### أولاً: سوق الملكية:

وهي عبارة عن السوق التي تتوفر فيها المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية، وتتكون أدواتها من:

✚ الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛

<sup>1</sup> بورصة كوالالمبور: بتاريخ: 2018/01/16

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

<sup>2</sup> WONG Wing Seong, The Malaysian Capital Market – Overview & selected Issues, Second meeting of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets, March 6, 2001, p 09.

<sup>3</sup> سحاسورياني جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة، جامعة اليرموك، 2007/2006، ص 17.

شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

### ثانياً: سوق السندات:

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن سوق غير منظمة يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذه السوق تشير إلى قروض طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة، ومن بين السندات المتداولة في ماليزيا ما يلي:

سندات حكومية؛

سندات الشركات.

### ثالثاً: سوق المشتقات:

سوق المشتقات في ماليزيا عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وبدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في جويلية 1980م، وأول عقود المستقبلية المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبلية للمطاط في عام 1986م وعقود المستقبلية للتصدير وفي عام 1987، كما تداول عقود المستقبلية للكاكاو. ولقد تم إنشاء بورصة للمشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية واعتبرت هذه البورصة كبورصة للخيارات والمستقبلية في 1995/12/11م، وفي 2001/07/11م، أصبحت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Malaysia Derivatives Exchange Berhad-MDEX).

وفي تاريخ 05 جانفي 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، أما بخصوص العقود المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة تنقسم إلى قسمين وهما عقود المستقبلية وعقود الخيارات

عقود المستقبلية: تنقسم إلى ثلاثة أقسام هم:

✓ عقود المستقبلية للسلع؛

✓ عقود مستقبلية الملكية؛

✓ عقود مستقبلية المالية.

عقود الخيار: تجدر الإشارة هنا انه هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة وهو عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب التي طرحت في ديسمبر 2000.

ومن جهة أخرى تتم التعاملات في أسواق الأوراق المالية الماليزية من خلال سوقين هما:

➤ السوق الأولية أو السوق الإصدارية: عبارة عن السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق

المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة) المعروضة للجمهور، وهي

الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس أو بهدف

زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل؛

➤ السوق الثانوية (سوق التداول): هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أو للحكومة الماليزية المكتتب بها في السوق الأولية.

#### **المطلب الرابع: ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية:**

هي عبارة عن أفكار تبنتها الحكومة والمنظمون الماليون الماليزيون وهي عبارة عن رؤية مستقبلية تهدف إلى تطوير خدمات مالية إسلامية في ماليزيا تكون حيوية ومنافسة وبارعة، تكون على مستوى عالمي في المرافق والمعايير ومن أهم ابتكارات هذه الرؤية ما يلي:

- ماليزيا مركز تأصيل وتوزيع ومتاجرة بالأدوات المالية الإسلامية؛
- ماليزيا مركز لإنشاء الصناديق الإسلامية وخدمات إدارة الثروات؛
- ماليزيا مركزا للعملة الدولية للخدمات المالية الإسلامية؛
- ماليزيا مركزا لتكافل وإعادة التكافل؛
- ماليزيا مركزا لتعليم المالية الإسلامية وتدريب والاستثمار والبحوث.

وتتمتع ماليزيا بنظام مالي إسلامي شامل يغطي كل القطاعات المالية مدعم بالبنية التحتية للثروة البشرية وهذا ما نبيئه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا



Source: AHMED Hizzad Baharudin, Malaysia's experiences in the development of Islamic finance, practical seminar: advantages of Islamic Banking and Insurances business model in Russia, Moscow, 4 december 2009, P 07.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن ماليزيا تتمتع بنظام إسلامي شامل متكون من مختلف الهيئات والمؤسسات والأطر القانونية مما سمح لماليزيا أن تكون رائدة في المالية الإسلامية العالمية.

**المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:**

سنحاول تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية وتبيان الخصائص المميزة لها وكذا الهيئات المنظمة والمراقبة فيها.

**المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:**

**الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:**

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق الأوراق المالية الإسلامية أنها: السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك<sup>1</sup>. وبعبارة أخرى هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استبقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر.

كذلك لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن مفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال الماليزي يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على سوق منتظمة (السوق المنظمة في ماليزيا يشمل كل من البورصة الماليزية للأوراق المالية وبورصة المشتقات) بل يشمل أيضا السوق الغير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار وتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل<sup>2</sup>.

**الفرع الثاني: نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:**

بدأت صناعة التعامل للأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع العاشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930م، أسست جمعية سماسة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بأوراق المالية.

لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان أوائل الستينات، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجيا، ويعد هذا السوق قطاعا جديدا مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينات، وذلك بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما عن

<sup>1</sup> العياشي زرار، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مجلة بيت المشورة-

شركة بيت المشورة للاستشارات المالية، العدد الثالث، قطر، 2015، ص 30.

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامي بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 84.

أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلى عام 1983م، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ سريانه في 07 أبريل 1983م، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. وجاء مع ذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو "بنك إسلام ماليزيا برهارد" الذي أنشئ بمبادرة حكومية وبدأ البنك عملياته في 01 جويلية 1983م، بفرع وحيد العاصمة كوالالمبور الذي استمر طيلة عشرة سنوات يمثل بمفرده محور العمل المصرفي الإسلامي هناك<sup>1</sup>. وتطور سوق رأس المال بعدما قامت شركة Shell MDS Sdn. Bhd بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في سوق المحلي في سنة 1990، ثم تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي واتساعه، وفي سنة 1994، تم تأسيس Bimb Securities Sdn. Bhd بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أغسطس للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامي. ثم تم تشكي لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة من طرف وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذا لالتزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: أسباب تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تعود أسباب تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى ما يلي:

- إطار قانوني واضح وملائم حيث تحكم هذه القوانين في عرض وإصدار وتداول الأوراق المالية منها قانون الخدمات والأسواق المالية 2011 وقانون هيئة الأوراق المالية 1993 قانون صناعة الأوراق المالية 1991، ويتميز الإطار القانوني للسوق المالية الإسلامية بماليزيا بوجود عدة آليات لتسوية المنازعات مثل قاضي المحكمة العليا متخصص في قضايا المالية الإسلامية ومركز جهوي للتحكيم بكوالمبور، ومكتب التوسط المالي كآليات بديلة عن المحاكم لتسوية المنازعات في المعاملات المالية الإسلامية، وكذلك قام البنك المركزي الماليزي في سنة 2002 بتشكيل لجنة لمراجعة القوانين، وظيفتها الرئيسية مراجعة القوانين السارية، وتعديلها بما يتناسب وخصائص المالية الإسلامية<sup>3</sup>؛
- إطار تنظيمي فعال من خلال قواعد الإفصاح الشامل وتدعيم أجهزة قمع الغش، ومن بين أهم الإرشادات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية المتعلقة مباشرة بالسوق المالي الإسلامي: إرشادات حول إصدار الأوراق المالية الإسلامية في 2004، إرشادات حول إدارة الصناديق الإسلامية

<sup>1</sup> بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص 178.

<sup>2</sup> خالد خديجة، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا، العدد 13، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2016، ص/ص: 289/288.

<sup>3</sup> Ambrose, Azniza Hartini binti Azrai Azaimi; The Current State of Islamic Finance in Malaysia, International Islamic, University Malaysia, Undated, p 8.

للاستثمار العقاري في نوفمبر 2005، إرشادات حول إدارة الصناديق الإسلامية في ديسمبر 2007<sup>1</sup>... بالإضافة إلى ما سبق تبنت سلطات السوق المعايير الاحترازية الإسلامية الدولية عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية الذي تأسس في سنة 2002 بكوالالمبور<sup>2</sup>؛

- إطار سليم للتطابق مع الشريعة الإسلامية وهذا راجع أولاً لوجود مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الذي يقوم بتسهيل وتنمية المنتجات المالية الإسلامية الجديدة وتوفير الوضوح التام وتعزيز الثقة في السوق وسلامته. ثانياً إلزام المؤسسات التي تعرض منتجات السوق المالية الإسلامية وخدماتها بتعيين مستشار شرعي مستقل أو تشكيل مجلس استشارة شرعية يتمتع بالاستقلالية لضمان مطابقة هذه المؤسسات مع الشريعة<sup>3</sup>.
- وجود إطار ضريبي محفز حيث أعلنت الحكومة عن سياسة حيادية الضرائب بهدف خلق معاملة ضريبية متساوية بين المعاملات المالية والمصرفية الإسلامية والمعاملات الشبيهة في المالية والمصرفية التقليدية، بالإضافة إلى جملة من إعفاءات وتخفيضات ضريبية للمتعاملين وفق مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>4</sup>؛
- تنمية المهارات البشرية المتخصصة في المالية الإسلامية حيث يعتبر رأس المال البشري أساس تحريك الابتكار ورفع قدرات المنافسة لمواجهة تحديات صناعة المالية الإسلامية، حيث تم في هذا المجال تأسيس عدة مؤسسات تكوينية وتعليمية، وكذا وجود تخصصات في الجامعة في المالية والمصرفية الإسلامية حيث هناك 18 جامعة تمنح شهادات في المصرفية والمالية الإسلامية<sup>5</sup>؛
- إيجاد منتجات وخدمات مالية إسلامية متعددة ومتنوعة وهذا من خلال تطوير وتشجيع ابتكار منتجات جديدة.

#### الفرع الرابع: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا عن نظيرتها الربوية في نقاط عديدة أهمها ما

يلي<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> Hizzad, Baharuddin Ahmad; «The Regulatory Framework of Islamic Financial System in Malaysia», Financial Talent Enrichment Programme, Bank Negara Malaysia, 18 April 2011, p14.

<sup>2</sup> الماليزي زاهر الدين محمد، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص ص 27/25.

<sup>3</sup> Abdul Aziz, Akhtarzaite; «Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience», the 15th annual scientific conference on financial markets and stock exchanges, prospects and challenges, college of sharia and law, UAE University, chamber of commerce and industry, Dubai, 7/8 March 2007, p12/13.

<sup>4</sup> Kuala Lumpur Business School (KLBS); An Overview of Islamic Banking System in Malaysia, County Report, Undated, p 14.

<sup>5</sup> الماليزي، زاهر الدين محمد، مرجع سابق، ص 23.

<sup>6</sup> جعفر سحاسورياني صفر الدين، مرجع سابق، ص 58.

**أولاً: الخضوع للرقابة الشرعية:**

تخضع سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من التزام أنشطته بأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذه السوق لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بهذه السوق من جهة الإدارة للهيئة قسم (سوق رأس المال الإسلامي (ICMD - Islamic Capital Market Department) شكل مباشر، وتعتبر جهة الإدارة " جهة مسؤولة في دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق.

**ثانياً: تجري عمليات هذه السوق خالية من أي محظور شرعي:**

تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي تتميز بها سوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية، وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذاً أو عطاء لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر، وغيرها. وعلى المستثمرين المسلمين أن يتأكدوا من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية أنها لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعاً، بل تقوم في دائرة الحلال، وهذا لأن بعض هذه الشركات تنطوي على عناصر محرمة شرعاً كالمصارف الربوية، وشركات الخمور ونحوها، وأن تكون الجهات المصدرة تصدر الصكوك الإسلامية وفقاً للأسس وضوابط الشريعة المقررة من اللجنة الشرعية.

**ثالثاً: التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:**

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

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

**رابعاً: الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية:**

وهي تصدر من الجهات المعنية لهذه السوق لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها، طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية، وأصبح قسم سوق رأس المال الإسلامية في الهيئة المسؤول عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه السوق.

**الفرع الخامس: وظائف السوق الإسلامية للأوراق المالية في ماليزيا:**

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بوظائف كبيرة تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- **تلبية حاجة المستثمرين المسلمين:** تتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 180.

لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تزيد ثقتهن بهذه السوق، بجانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من الجهات الرقابية؛

• **تلبية حاجة الجهات المصدرة:** تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية الشرعية، وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق؛

• **عمل الجهة الرقابية العليا:** أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامية في المستوى المحلي والعالمي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدفا في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزية لكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامية ولتحقيق هذا الهدف فالهيئة قامت بالترويج للأدوات المالية الإسلامية، المتداولة في السوق المحلية إلى المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، و يمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية؛

• **تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه:** تساهم سوق رأس المال الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، وإن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا، وتساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتقائه نحو الأفضل، والدال على ذلك هو تطور رسملة أسواق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوي.

المطلب الثاني: هيئات الرقابة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية:

أولاً: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية:

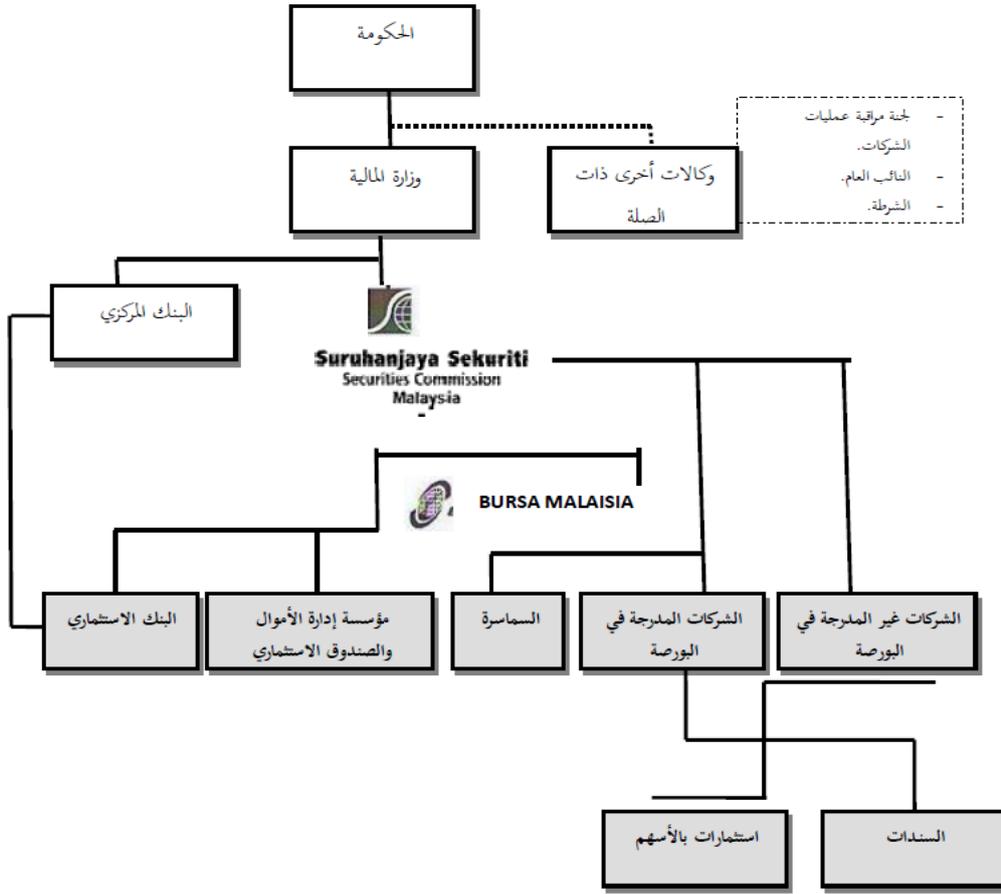
هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق الأوراق المالية بصفة عامة في ماليزيا فهي الجهة الرقابية، حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 1 مارس 1993 م بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 م وأسندت لها الوظائف التالية<sup>1</sup>:

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛
  - السماح بإصدار سندات الشركات؛
  - الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات؛
  - الرقابة على الاندماجات للشركات في ماليزيا؛
  - مراقبة صناديق الاستثمار؛
  - مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة؛
  - تقديم الاعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.
- ومن أهدافها:

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

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص182.

الشكل رقم (03): موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية في النظام المالي الماليزي



المصدر: نصبة مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجاً - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012، ص 264.

**ثانياً: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية:**

تؤدي هيئة الأوراق المالية الماليزية دوراً هاماً في تطوير سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة لكي تكون البديل الشرعي للسوق التقليدي، حيث انتهجت العديد من الاستراتيجيات لتحقيق ذلك، ومن أهم ما تقوم به مايلي:<sup>1</sup>

1- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل مامن شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي؛

2- التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دوليت لسوق رأس المال الإسلامي؛

3- تعيين هذه الهيئة رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية؛

4- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي؛

5- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

**الفرع الثاني: الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:**

ظهرت الرقابة الشرعية مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.

وفي التجربة الماليزية فإن الرقابة الشرعية تنتسب إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي عبارة عن أهم الأجهزة المستحدثة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية في ماليزيا<sup>2</sup>.

ومن أجل الرقابة الشرعية على العمليات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي واللجنة الاستشارية الشرعية<sup>3</sup>:

**أولاً: قسم سوق رأس المال الإسلامي:**

تم إنشاء هذا القسم في عام 1994م وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية والأدوات المالية المتداولة فيها، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة.

<sup>1</sup> نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 265.

<sup>2</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 183.

<sup>3</sup> جعفر سحاسورياني صفر الدين، مرجع سابق، ص ص 86/85.

ويقوم قسم سوق رأس المال الإسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا، و بذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية، والحكومة الماليزية نفسها. ومن أهم الوظائف التي يقوم بها هذا القسم:

- ❖ الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية؛
- ❖ يعتبر مسؤولا مسؤولا كاملة عن إصدار القوانين الجديدة المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- ❖ القيام بتعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليكن ممكن تنفيذها في هذا السوق؛

❖ دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتقديم الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

#### ثانيا: اللجنة الاستشارية الشرعية:

بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي شهد نشاطا كثيفا لدراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي وقد اتخذت الهيئة العديد من الخطوات لتحقيق أهدافها المتعلقة بتطوير هذا السوق منها إعداد سلسلة اللقاءات الفقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرها، وبعد هذه الاجتماعات وبدعم من وزارة المالية الماليزية، وقد خلصت هذه الاجتماعات إلى إنشاء اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994م التي تعرف باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية.

على الرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، لجنة غير رسمية إلا أنها حققت بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها، النجاح المرجو منها في دراسة أسس تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وتبعا لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دورا هاما في هذا السوق، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلى السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح لجنة رسمية ومنظمة، لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 ماي 1996 م لبدء مسؤوليتها الرسمية.

ومن أهم الوظائف التي تقوم بها اللجنة الاستشارية الشرعية<sup>1</sup>:

1. الرقابة: تمتلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع

<sup>1</sup> جعفر سحاسورياني صفر الدين، مرجع سابق، ص 92.

- جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقا للشريعة الإسلامية؛
2. **مركز للاستشارة والمراجعة:** تعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة، وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، وهذه اللجنة أيضا مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين لاسيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية بالإبقاء أو الخروج من التعاملات في الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، ودورها الآخر يتمثل في وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة، والسماح بممارسة مبادئ الشريعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية؛
3. **الجهة الوحيدة في إصدار القرارات:** وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة ب سوق الأوراق المالية الإسلامية، لتوجيه جمهور المسلمين، وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين؛
4. **الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية:** ترد هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامي، لاسيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، إن هذه الأسئلة و الاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، وشركات المساهمة، والمستثمرين، والحكومة الماليزية نفسها، وجمهور المسلمين، ليعرفوا جميعا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية؛
5. **توعية العاملين والمتعاملين :** قوم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف عن النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، لاسيما المتعاملين والعاملين فيه، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها، وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

المبحث الثالث: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزي:

سنحاول تقييم السوق المالي الماليزي من خلال استعراض لتطور مختلف الأدوات المالية الإسلامية المصدرة والمتداولة فيها، وبالتحديد الأسهم ومختلف الصكوك.

المطلب الأول: الأسهم العادية:

الأسهم العادية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وقد طرحت لأول مرة سنة 1997م، لتتيح الفرصة للمستثمرين المسلمين الاستثمار في أي قطاع، وفي ذلك الوقت كان عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية 371 ورقة مالية بنسبة 57%، تقريبا من كافة الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا، وهذه الأسهم تخضع للمراقبة والتجديد مرتين سنويا حيث تصدر في كل من شهر أبريل وشهر أكتوبر، وهذا راجع لكون أن أي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في السماح للمسلمين بالاستثمار فيها<sup>1</sup>.

ولتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة ودراسة مدى موافقتها للشريعة، تم اعتماد أربع معايير أساسية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي كالتالي<sup>2</sup>:

✚ أن يكون النشاط الأساسي للشركة خالياً من المعاملات الربوية، كما في المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها. فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة. فقد نصت قرارات اللجنة أن أنشطة الشركات وعملياتها الرئيسية المبنية على عنصر الربا حرام شرعاً؛

✚ إذا كان النشاط الرئيس للشركة في المعاملات التي لا تلتزم بأداب الإسلام، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ولذا يمنع المستثمرين المسلمين من المساهمة فيها؛

✚ الشركات التي تتكون عملياتها قائمة على الغرر كشركات التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، حيث يركز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي بسببه تم التأمين، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكاً للشركة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكثر من قسط التأمين الذي تملكته فإنها تلتزم بدفعه. ومن هنا يكون نوعاً من القمار والغرر واضح فيه، فهذا المعيار يمنع المستثمرين المسلمين من الاستثمار في هذه الشركات والتعامل معها، لأنه يعتبر من الغرر الفاحش وغير اليسير؛

✚ الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعاً، فيحرم للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها.

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 190.

<sup>2</sup> Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities commission of Malaysia, second print, October 2005, p 20/22.

ولدراسة حجم إصدار وتداول الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة في الفترة 2010 إلى 2016 يمكننا أن نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم: (04): تطور الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزي في الفترة من 2010-2016

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	846	839	817	650	673	667	671
عدد الأسهم الغير المتوافقة مع الشريعة	115	107	106	261	234	236	233
مجموع الأسهم	961	946	923	911	907	903	904
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة من مجموع الأسهم %	88,0	88,7	88,5	71,4	74,2	73,9	74,2
رسملة الأسهم المتوافقة مع الشريعة مليار RM	756,1	806	942	1029,62	1012,14	1086,18	1030
رسملة الأسهم العادية التقليدية مليار RM	519,2	479	524	672,53	639,03	608,6	637
مجموع الأسهم مليار RM	1275,3	1285	1466	1702,15	1651,17	1694,78	1667
نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع الشريعة من مجموع الأسهم %	59,3	62,7	64,3	60,5	61,3	64,1	61,8

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية 2010-2016.

من خلال الجدول السابق يمكننا ملاحظة ما يلي:

❖ نلاحظ من خلال الجدول سيطرة السوق المالي الإسلامي في التمويل في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 60%، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50% من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى

تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقا ماليا إسلاميا دوليا بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية؛

❖ أن عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية متناقصة خلال فترة الدراسة 2010-2016، حيث كانت في سنة 2010 تبلغ 846 سهم وبدأت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى أدنى قيمة سنة 2013 بـ: 650 سهم، ثم بعدها بدأت في الارتفاع في المتوسط إلى أن وصل سنة 2016 بـ: 671 سهم؛

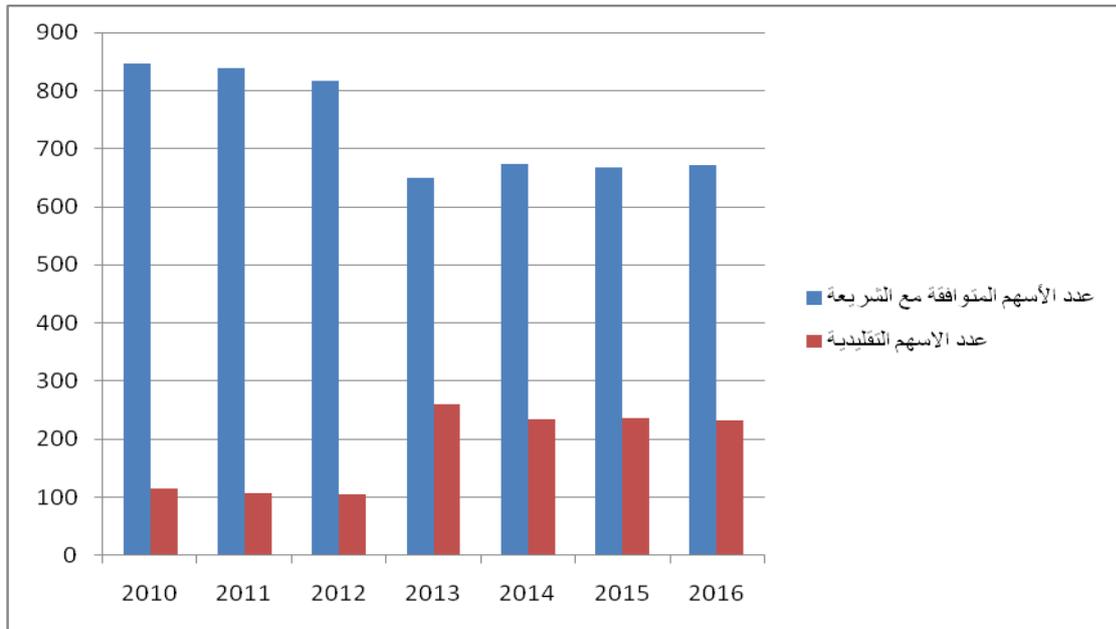
❖ الشيء الملاحظ كذلك أن مع انخفاض في الأسهم الموافقة للشريعة كانت كذلك الأسهم التقليدية في انخفاض، وفي سنة 2013 الشيء الملاحظ هو ارتفاع في هذه الأسهم من 106 سهم سنة 2012 إلى 261 سهم سنة 2013؛

❖ الشيء المخالف لانخفاض في عدد إصدار الأسهم الموافقة للشريعة الإسلامية هو ارتفاع في رسملتها وذلك أن الانخفاض لا يعني تراجع الإقبال على الأسهم الموافقة للشريعة وهذا ما يفسر لنا ارتفاع في رسملتها مع انخفاض في كمية الإصدار حيث التفسير المنطقي لها هو أن مع الانخفاض في الكمية وزيادة في الرسملة هو بقاء حجم الطلب كما كان سابقا مما أدى إلى ارتفاع في أسعار الأسهم.

ويمكن ترجمة الجدول السابق في شكل بياني يوضح تطور كل من حجم إصدار الأسهم الموافقة للشريعة والغير الموافقة لها، وكذلك حجم رسملتها.

الشكل رقم (04): حجم إصدار الأسهم الموافقة للشريعة والغير الموافقة لها

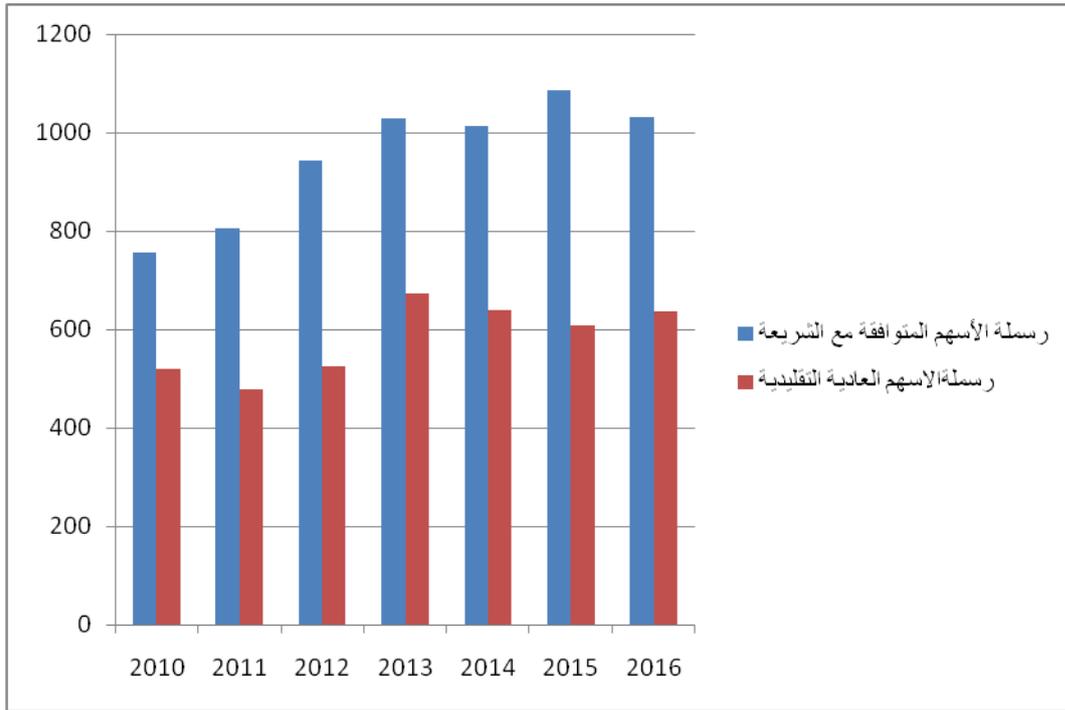
الوحدة: مليار رينجيت ماليزي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (04)

الشكل رقم: (05): رسملة الأسهم الموافقة للشريعة والغير الموافقة لها

الوحدة بمليار رينجيت ماليزي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (04)

### المطلب الثاني: الصكوك:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك المالية الإسلامية بأنها "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"<sup>1</sup>، وعرفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها "إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات (أعيان، منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشائها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي"<sup>2</sup>.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الصكوك المالية الإسلامية تتميز بالخصائص التالية:

- ✓ الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة؛
- ✓ تكون قابلة للتداول في البورصة في إطار الضوابط الشرعية؛

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2017، ص 467.

<sup>2</sup> حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص

- ✓ تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح؛
- ✓ تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار؛
- ✓ الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك؛
- ✓ الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

وقد عرفت الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا وأصبحت تلعب دورا بارزا في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، وتعتبر ماليزيا أكبر الدول في العالم الرائدة في هذا المجال بامتلاكها أكبر الأسواق المالية الإسلامية، ويختلف حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا مقارنة بحجم إجمالي السندات الصادرة، ويمكن أن نبين ذلك من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم(05): حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مجموع الصكوك مليار RM	40,3	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
إجمالي السندات المصدرة مليار RM	63,58	112	103,3	148,07	138,15	118,46
مجموع السندات الغير موافقة للشريعة مليار RM	23,28	33,1	32,2	48,94	62,08	70,13
نسبة حجم مجموع الصكوك مقارنة بمجموع الإصدارات السندات المصدرة %	63,38	70,45	68,83	66,95	55,06	40,80

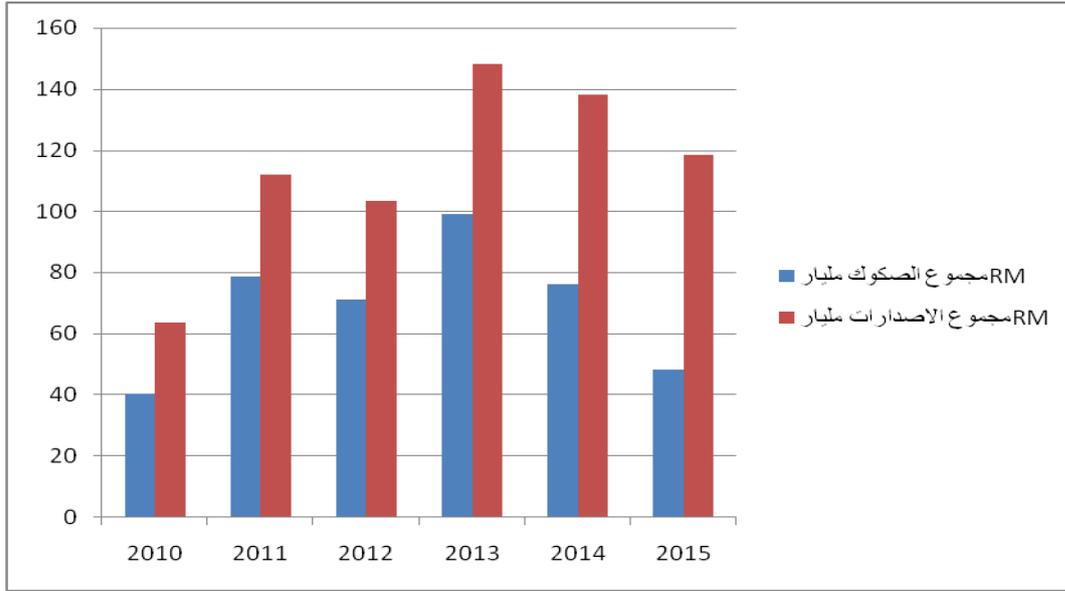
المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنوات: 2010-2015.

من خلال الجدول السابق يمكننا ملاحظة ما يلي:

- ❖ شهد حجم إصدار الصكوك ارتفاعا متزايدا على العموم من سنة 2010 حيث كانت تبلغ 40,3 مليار رينجيت ماليزي، وفي سنة 2013 ارتفعت إلى 99,13 مليار رينجيت ماليزي، لتشهد بعد ذلك انخفاضا متتاليا خلال السنتين بعدها إلا أن وصلت سنة 2015 إلى 48,33 مليار رينجيت ماليزي؛

- ❖ شهد مجموع حجم الكلي للإصدارات الإسلامية ارتفاعا متزايدا من سنة 2010 حيث بلغ 63,38 مليار رينجيت، إلى أن وصل إلى أعلى قيمة له سنة 2013 حيث بلغ 148,07 مليار رينجيت، لينخفض هو كذلك في السنتين التي تلتها إلى أن وصل 118,46 مليار رينجيت ماليزي؛
- ❖ عرف باقي مجموع السندات الغير موافقة للشريعة تذبذب في السنوات الثلاث الأولى من 2010 إلى سنة 2012، ليشهد بعد ذلك ارتفاعا من سنة 2013 حيث بلغ 48,94 مليار رينجيت ماليزي، إلى أن وصل 70,13 مليار رينجيت ماليزي سنة 2015؛
- ❖ عرف نسبة حجم مجموع الصكوك مقارنة بمجموع الإصدارات السندات المصدرة ارتفاعا في سنة 2011، حيث بلغت 70,45%، ليشهد بعد ذلك انخفاضا خلال السنوات الأربع التالية إلى أن وصل اقل نسبة له سنة 2015 بـ: 40,8%.
- ❖ حققت إصدارات الصكوك الماليزية أعلى قيمة لها في 2013 بواقع 99,13 مليار رينجيت، و ترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على تمويل مشاريع تطوير البنية التحتية وقد استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع واسعة النطاق بما في ذلك مطار كوالالمبور، ماجو السريع وسيناي السريع...، وذلك في إطار برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات الدخل المرتفع بحلول 2020، زيادة على سعيها للوصول بالأصول المصرفية الإسلامية إلى 40% من إجمالي الصناعة المالية بحلول 2020.
- ❖ ابتداء من سنة 2015، شهدت إصدارات الصكوك انخفاضا بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الإكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، ولذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك الإسلامية.
- ❖ تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، و بذلك فهي تعد رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحل المرتبة الأولى عالميا من حيث قيمة الإصدار وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل: المطارات والطرق الرئيسية وعمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتروكيمياويات والعقارات وغيرها، والتي كانت تجربة ناجحة دفعت ماليزيا مع العديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي.
- يمكن ترجمة معطيات الجدول السابق ومقارنة حجم الصكوك الإسلامية بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015 في الشكل الموالي:

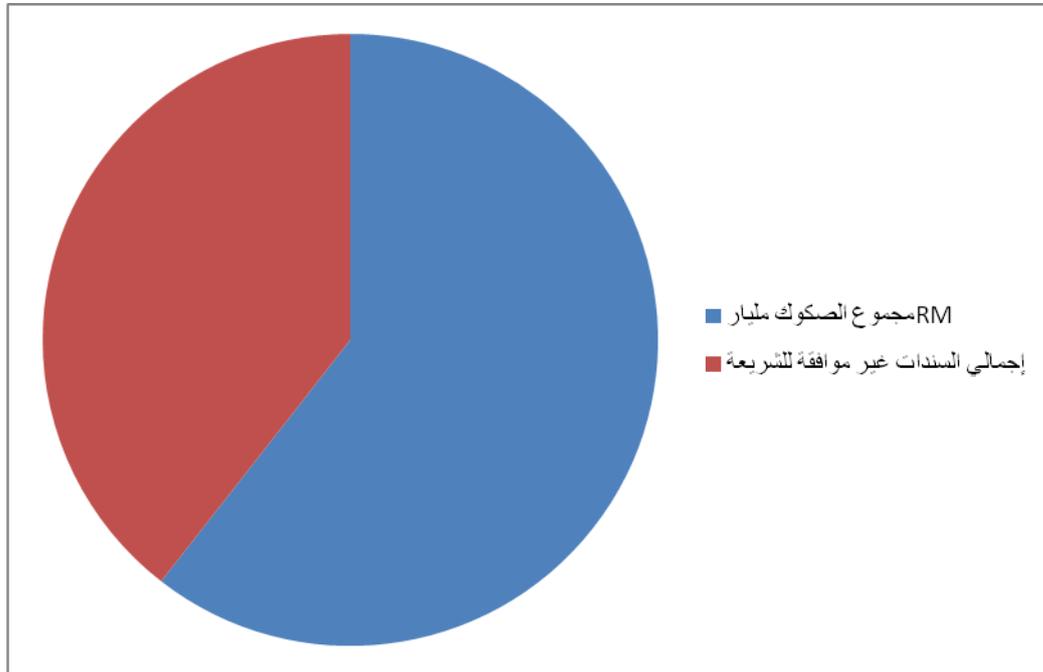
الشكل رقم (06): حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (05)

يمكن أن نعبر عن إجمالي الصكوك وإجمالي السندات الغير الموافقة للشريعة لكل السنوات من 2010 إلى 2015 في الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): إجمالي الصكوك وإجمالي السندات الغير الموافقة للشريعة لكل السنوات من 2010 إلى 2015



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (05)

**المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود المداينات (أساس الدين)**

نقصد بالصكوك القائمة على أساس الدين بصكوك البيع بثمن الآجل وصكوك المرابحة، والاستصناع والإجارة.

**الفرع الأول: صكوك البيع بثمن الآجل وصكوك المرابحة:**

معظم صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا بنيتهما عبر عقود المداينات مثل البيع بالثمن الآجل والمرابحة<sup>1</sup>. وعرفت صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة من ناحية تطبيقية في ماليزيا: بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة قيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها. وإصدارهما مبنية على أساس البيع بالثمن الآجل<sup>(\*)</sup> أو المرابحة<sup>(\*\*)</sup>.

وبذلك، الاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك. فإن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعداً، وأما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (لقصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريبا (لمتوسطة الأجل). ومدة الاستحقاق المذكورة أعلاه مجرد تقدير، لأن مسألة الأجل تتوقف على طبيعة المشروع.

ولكن هذا التعريف يختلف اختلافا تاما عن التعريف الذي جاء من المعايير الشرعية عن صكوك المرابحة، بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك"<sup>2</sup>، وهذه الوثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وقبضها وتخزينها. ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة<sup>3</sup>.

ولتوضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا، يمكننا الاستعانة بالشكل التالي:

<sup>1</sup> Rosly, Saiful Azhar, Critical issues on Islamic Banking and Financial Markets, Kuala Lumpur – Malaysia, Dinamas Publishing, first printed, 2005, p 473/474.

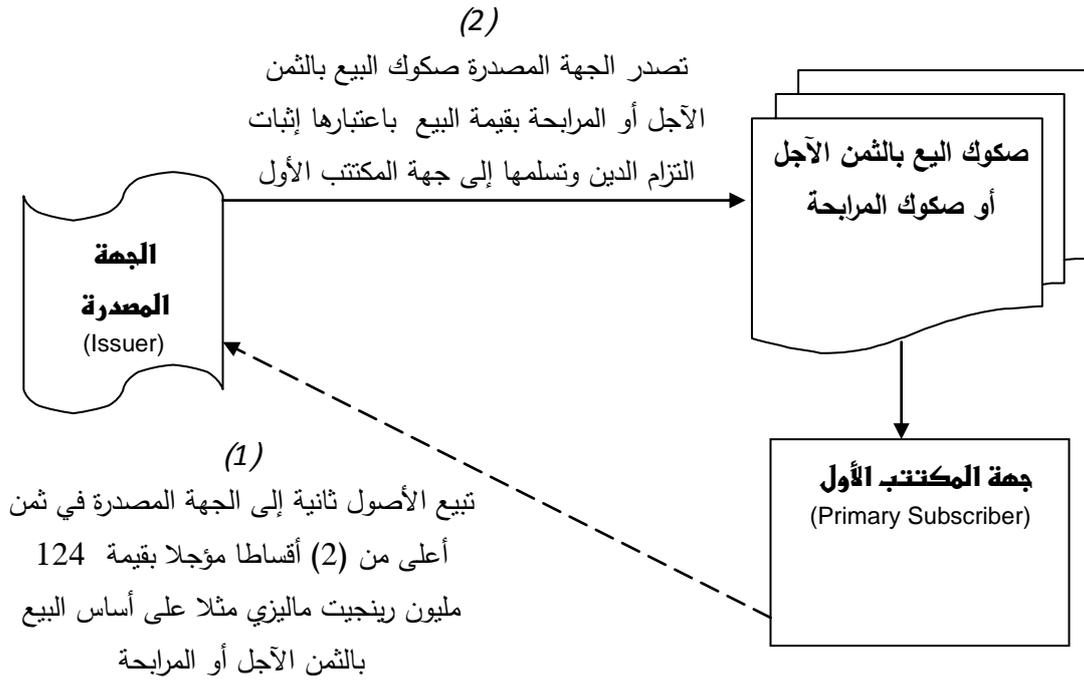
<sup>(\*)</sup> وتعريفه هو العقد الذي يُشير إلى بيع المبيع (وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين.

<sup>(\*\*)</sup> وتعريفه مقارب بالبيع بالثمن الآجل، حيث زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين، المصدر نفسه، ص 2.

<sup>2</sup> المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، ص 311.

<sup>3</sup> حسان، حسين حامد، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية، 1424هـ/2003م، المنامة، ص 7.

الشكل رقم (08): آلية عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل / المرابحة في ماليزيا



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص: 139.

يلاحظ من شكل أعلاه أن عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة ما يلي:

✚ تعيين الجهة المصدرة الأصول التي ستحزها من قبل جهة المکتتب الأول؛

✚ تشتري جهة المکتتب الأول تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي نقدا.

تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (الصاحب الأول للأصول) في ثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلا بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

✚ بعد إعادة الأصول إلى الجهة المصدرة بثمان مؤجل أعلى من ثمن حال (بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي) فتصدر الجهة المصدرة صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة بقيمة البيع الثاني باعتبارها

إثبات المديونية لها لدى جهة المکتتب الأول. وفي عملية لإصدار هذه الصكوك يحتاج إلى عملية

التصكيك. وتحدث عملية التصكيك عادة في السوق الأولية، وأما السوق الثانوية لغرض تداول هذه

الصكوك للمستثمرين للحصول على السيولة النقدية بسبب حاجة إليها فورا قبل مدة الاستحقاق.

ولكن عملية التصكيك في الاقتصاد التقليدي لا تقتصر على الديون المؤجلة في الذمم فقط، وإنما تعدت اليوم لتشمل كافة الأصول (Assets)<sup>1</sup>. والتصكيك وفقا لمبادئ الشريعة يخضع لضوابط شرعية معينة هي<sup>2</sup>:

(1) أن تكون الأصول المالية المصككة متوافقة مع معايير القواعد المالية الإسلامية؛

(2) أن تكون بنية الصكوك الإسلامية (structures) مطابقة للضوابط الشرعية؛

(3) أن يكون إصدار الصكوك وتداولها وفقا للمعايير الشرعية.

ولتوضيح أكثر أهمية الصكوك المرابحة في سوق المالي الماليزي، سنوضحه في الجدول الموالي الذي يبين تطور صكوك المرابحة في سوق المالي الماليزي وكذا إجمالي الصكوك وإجمالي السندات، ونسبة صكوك المرابحة من إجمالي الصكوك خلال الفترة 2010-2015.

الجدول رقم (06): حجم صكوك المرابحة مقارنة بحجم إجمالي الصكوك وإجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015:

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك المرابحة مليار RM	3,30	7,10	39,11	31,72	60,47	31,90
مجموع الصكوك مليار RM	40,3	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
إجمالي السندات المصدرة مليار RM	63,58	112	103,3	148,07	138,15	118,46
نسبة صكوك المرابحة من إجمالي الصكوك %	8,2	9	55	32	79,49	66

المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنوات: 2010-2015.

من خلال الجدول يمكننا ملاحظة ما يلي:

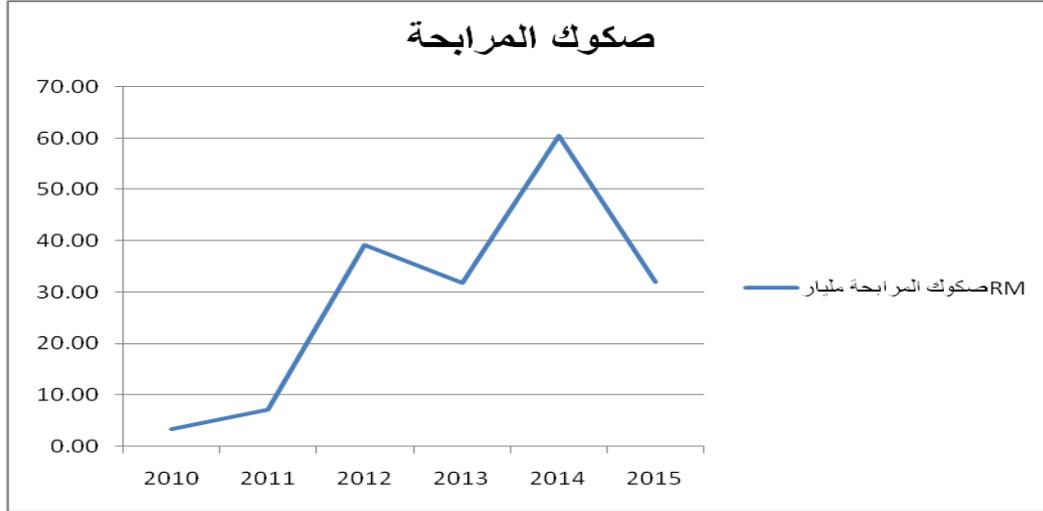
❖ من الملاحظ أن الصكوك المرابحة عرفت تطورا خلال الفترة ثلاث سنوات الأولى من 2010 إلى 2012 حيث كانت في السنة الأولى تبلغ 3,3 مليار رينجيت ماليزي وارتفعت إلى 39,11 مليار رينجيت ماليزي وهذا ارتفاع كبير في إصدار صكوك المرابحة، لتشهد بعد ذلك اضطراب حيث انخفضت في سنة 2013 إلى 31,72 مليار رينجيت ماليزي، وترتفع بعدها في 2014 إلى

<sup>1</sup> حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، 2005م، ص 12.

<sup>2</sup> Tariq, Ali Arsalan, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004, p 4.

60,47 مليار رينجيت وتعود انخفاض كبير إلى 31,9 مليار رينجيت، وهذا الاضطراب يمكن ملاحظته كذلك من خلال المنحنى رقم (09):

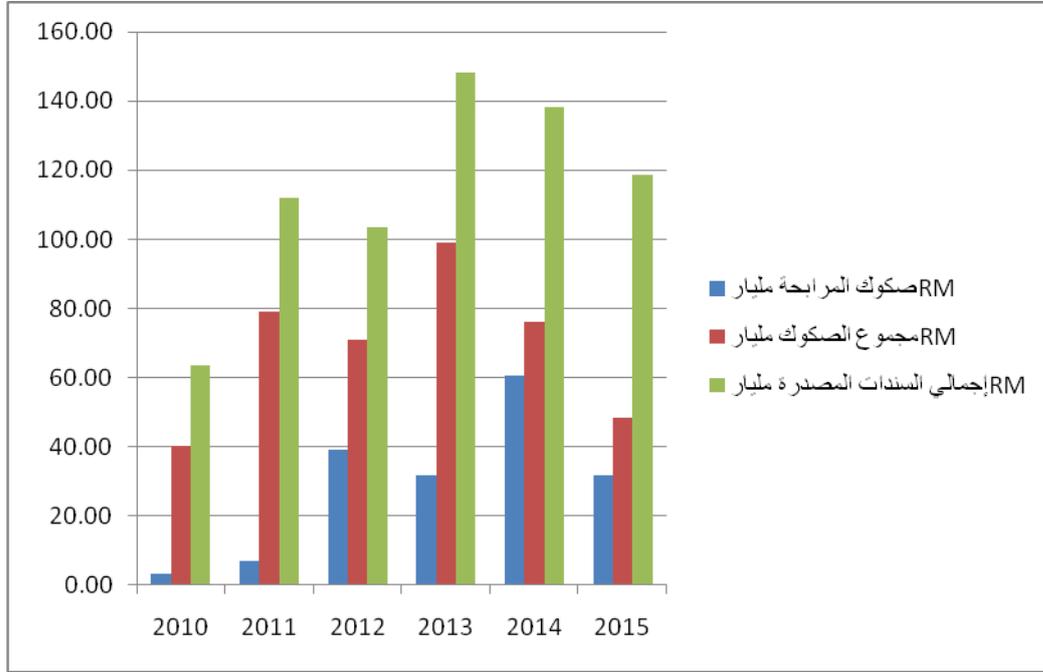
الشكل رقم(09): حجم صكوك المرابحة خلال الفترة 2010-2015:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

❖ مقارنة مع تطور حجم صكوك المرابحة مع إجمالي الصكوك نجد أن نسبة تطور إصدار صكوك المرابحة كان بين سنة 2010 و 2011 حوالي 10% من إجمالي الصكوك، وخلال السنة 2012 وبالرغم من انخفاض في إجمالي الصكوك من 78,9 إلى 71,1 مليار رينجيت ماليزي إلا أن صكوك المرابحة شهدت ارتفاع كبير في حجم إصدار ب: 32,1 مليار رينجيت ماليزي، وخلال السنة الموالية 2013 شهد إجمالي حجم الصكوك ارتفاعا لكن صكوك المرابحة شهدت انخفاضا، وفي سنة 2014 نشهد التعاكس في نمو حجم إصدار بين صكوك المرابحة وإجمالي حجم الصكوك كذلك، حيث ارتفع في حجم إصدار صكوك المرابحة في حين انخفضت إجمالي حجم الصكوك، وفي السنة الاخيرة سجلت انخفاض فيهما معا؛ ويمكن أن نبين ونوضح درجة تطور حجم إصدار بين صكوك المرابحة وإجمالي الصكوك وكذا إجمالي السندات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): حجم الصكوك المرابحة مقارنة بحجم إجمالي الصكوك وإجمالي السندات المصدرة خلال الفترة 2010-2015:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06)

### الفرع الثاني: صكوك الإستصناع والإجارة:

#### أولاً: صكوك الإستصناع:

صكوك الإستصناع هي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد الإستصناع، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال عملية الإستصناع، إذ يكون هنا رأس مال الإستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك<sup>1</sup>.

ويتم إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا وفق الآلية التالية<sup>2</sup>:

- ❖ إبرام عقد الإستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلاً بناء مشروع (المصنوع)؛
- ❖ إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بثمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع؛

<sup>1</sup> الشايجي وليد خالد وحجي عبد الله يوسف، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2005، ص 913.

<sup>2</sup> سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 157.

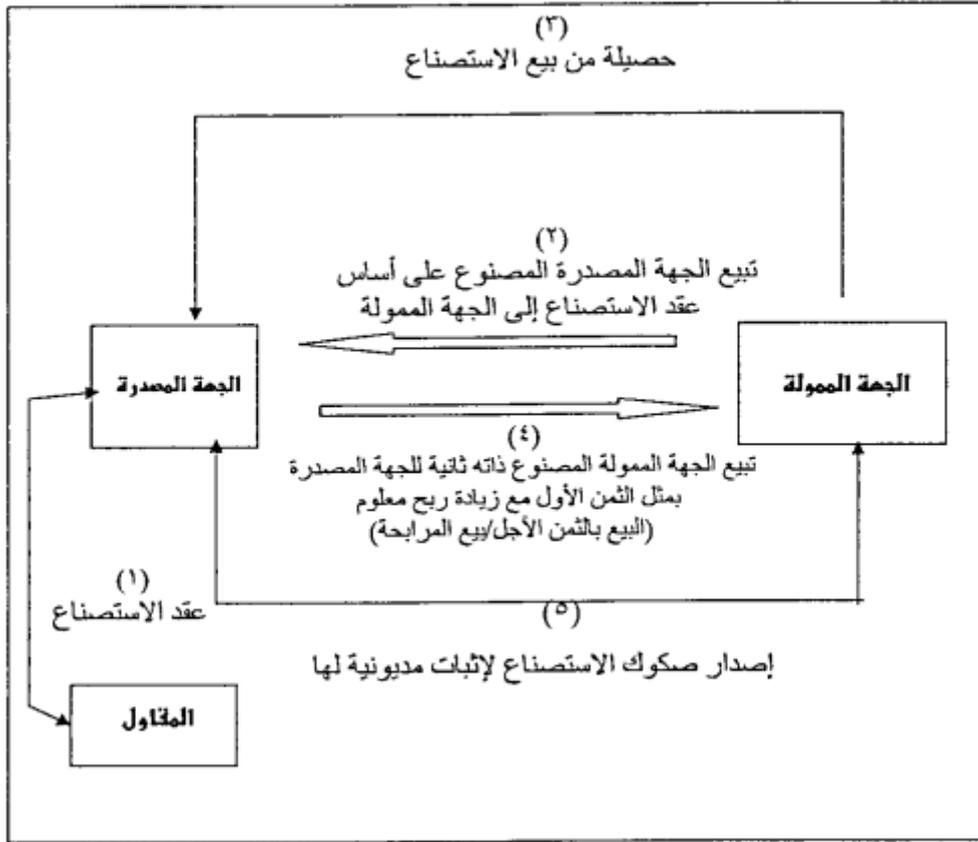
❖ إن الجهة الممولة تدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة؛

❖ تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقا لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة؛

❖ ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الإستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

ويمثل الشكل الموالي معاملة صكوك الإستصناع في ماليزيا:

الشكل رقم (11): آلية معاملة صكوك الإستصناع في ماليزيا:



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 157.

#### ثانيا: صكوك الإجارة:

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة،

بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيله الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة. وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، ففي 3 جويلية 2002 م، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة (الصكوك الدولية الماليزية ( Malaysian Global Sukuk) المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية ( Labuan International Financial Exchange) بعملة أجنبية (بقيمة 600 مليون دولار أمريكي) لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007 م<sup>1</sup>.

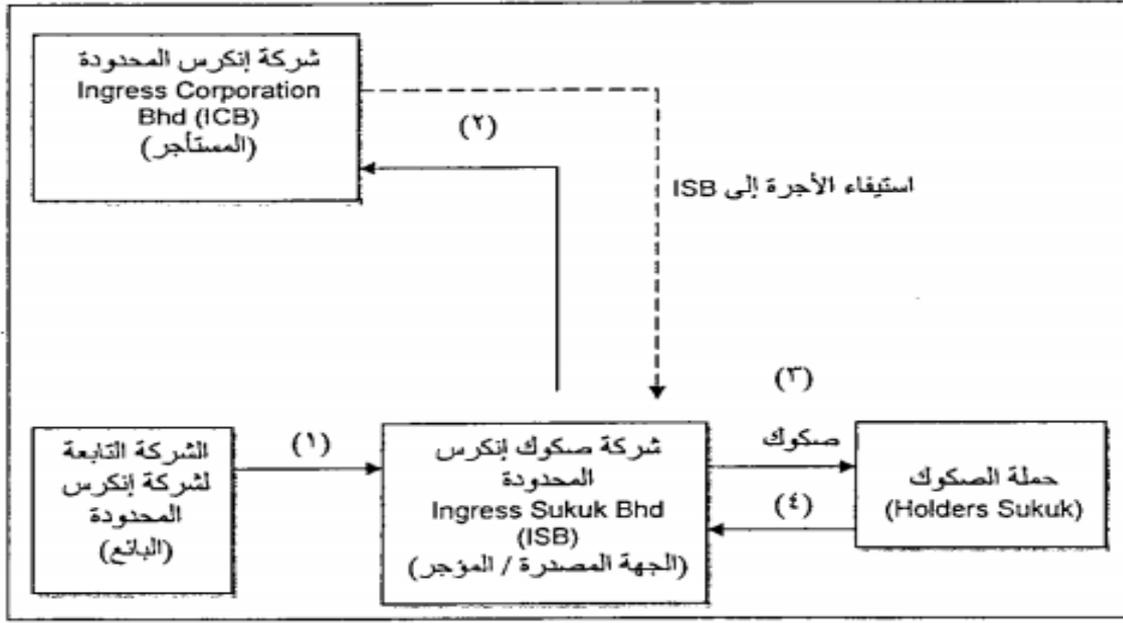
وكان إصدارها وفق الخطوات التالية<sup>2</sup>:

- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضٍ ب 600 مليون دولار من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي Federal Lands Commission .
- عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية؛
- إصدار الصكوك؛
- دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك؛
- تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع؛
- دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة؛
- تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك؛
- بيع الأصل عند التصفية النهائية؛
- تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية؛
- تسديد قيمة البيع لحملت الصكوك وانتهاء العملية.

<sup>1</sup> سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 160.

<sup>2</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 200.

الشكل رقم (12): آلية معاملة صكوك الإجارة في ماليزيا:



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 163.

ولنبين مدى أهمية الصكوك الإجارة في سوق المالي الماليزي، نستعرض الجدول الموالي الذي يبين تطور صكوك الإجارة في سوق المالي الماليزي وكذا إجمالي الصكوك وإجمالي السندات، ونسبة صكوك الإجارة من إجمالي الصكوك خلال الفترة 2010-2015:

الجدول رقم (07): تطور صكوك الإجارة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015

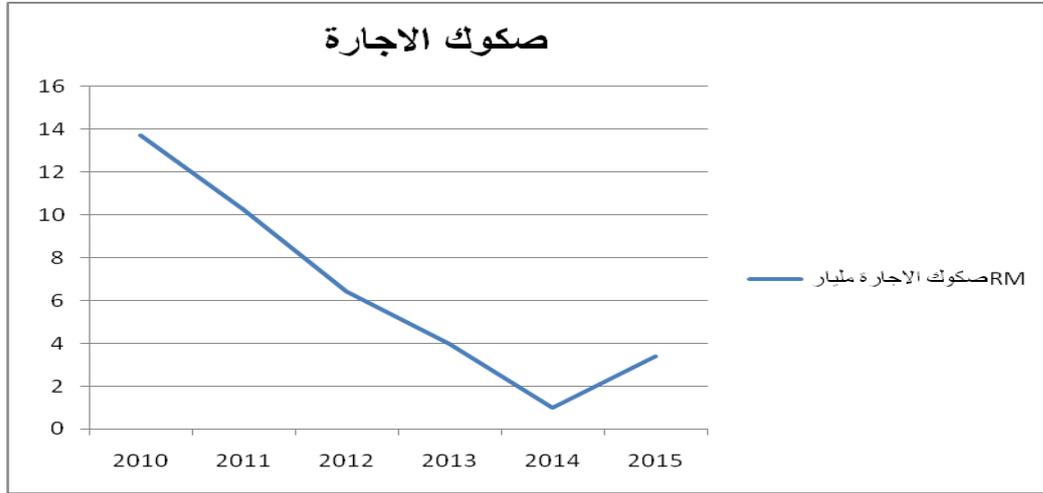
2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
3.38	1.00	3.97	6.40	10.26	13.70	صكوك الإجارة مليار RM
48.33	76.07	99.13	71.1	78.9	40.3	إجمالي الصكوك مليار RM
118.46	138.15	148.07	103.3	112	63.58	مجموع السندات مليار RM
7	1.31	4	9	13	34	نسبة صكوك الإجارة من إجمالي الصكوك

المصدر: تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية من 2010-2015.

من خلال الجدول أعلاه حول تطور صكوك الإجارة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015. يمكننا ملاحظة ما يلي:

نلاحظ أن صكوك الإجارة في انخفاض مستمر ابتداء من سنة 2010 حيث كانت تبلغ قيمتها 13,7 مليار رينجيت ماليزي، إلى سنة 2014 حيث بلغت حوالي 1 مليار رينجيت ماليزي، لترتفع في السنة المالية 2015 إلى 3,38 مليار رينجيت ماليزي؛ ويمكن أن نوضح مدى تطور إصدار صكوك الإجارة خلال هذه السنوات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (13): تطور صكوك الإجارة في السوق المالي الماليزي من 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (07)

نسبة صكوك الإجارة من إجمالي الصكوك سنة 2010 تساوي 34%، ونسبتها من إجمالي السندات تساوي بالتقريب 22%، وهي نسبة معتبرة تدل على أهمية هذه الصكوك في سوق الماليزي لهذه السنة، إلا أن مع السنوات المالية ومع انخفاض في إصدار صكوك الإجارة نلاحظ أن إجمالي الصكوك والسندات يشهد تذبذب، مع الإشارة إلى أن في سنة 2014 التي شهدت أدنى مستوى إصدار صكوك الإجارة شهدت أعلى مستوى لإجمالي الصكوك وإجمالي السندات حيث بلغت على التوالي 76,07 مليار رينجيت ماليزي، 138,15 مليار رينجيت ماليزي.

ويمكن أن نوضح تطور هذه الصكوك مقارنة مع إجمالي الصكوك والسندات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (14): تطور صكوك الإجارة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (07)

#### المطلب الرابع: الصكوك القائمة على أساس المشاركة:

نقصد بصكوك القائمة على أساس المشاركة ب: بصكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة.

#### الفرع الأول: صكوك المشاركة:

لم نجد لها تعريفا صريحا لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جوبلية 2004، حيث كانت أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd (بقيمة 2.50 مليار رينجيت ماليزي)<sup>1</sup>. ويتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية<sup>2</sup>:

• تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة ب 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة؛

• دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي؛

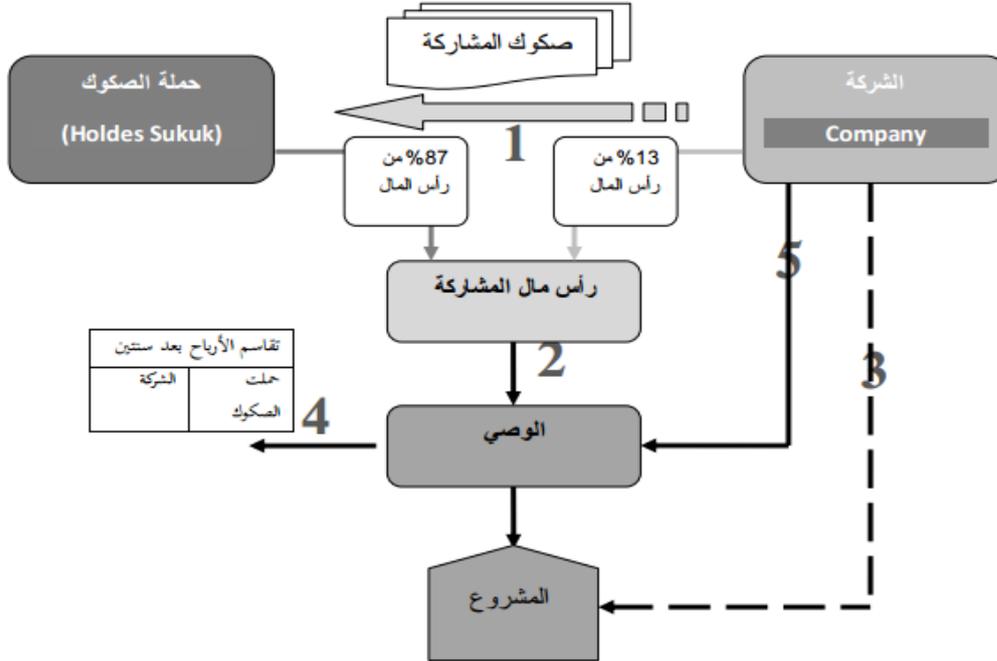
• مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع؛

<sup>1</sup> تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005، ص 21.

<sup>2</sup> بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 204.

- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع؛
  - دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.
- يمكن ترجمة هاته الخطوات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (15): آلية إصدار صكوك المشاركة في السوق المالي الماليزي



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 204.

وفي السوق المالي الماليزي نجد أن صكوك المشاركة تحتل مكانة هامة وهذا ما يمكن ملاحظته في الجدول الموالي الذي يعبر عن تطور صكوك المشاركة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015.

الجدول رقم (08): تطور صكوك المشاركة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015

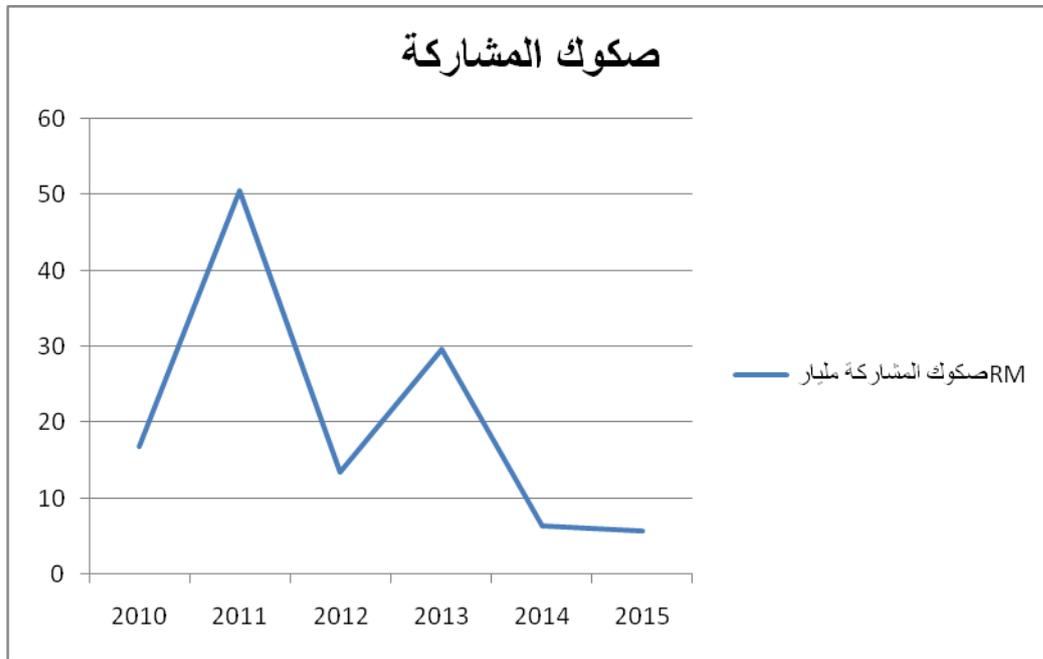
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك المشاركة مليار RM	16,97	50,5	13,5	29,74	6,40	5,8
مجموع الصكوك مليار RM	40,3	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
إجمالي السندات مليار RM	63,58	112	103,3	148,07	138,15	118,46
نسبة صكوك المشاركة من إجمالي الصكوك %	42,1	64	19	30	8,42	12

المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية 2010-2015

من خلال معطيات الجدول نلاحظ ما يلي:

نلاحظ أن تطور صكوك المشاركة خلال السنوات الخمس من 2010 إلى 2015 تشهد اضطراب حيث نجد أنها في السنة الأولى (2010)، بلغت 16,97 مليار رينجيت ماليزي لترتفع إلى أقصى قيمة بلغت 50,5 مليار رينجيت ماليزي، حيث بلغت في سنة 2011، 50,5 مليار رينجيت ماليزي، لتشهد انخفاض كبير في السنة الموالية انخفضت إلى 13,5 مليار رينجيت ماليزي، لترتفع إلى الضعف في السنة الموالية ولتسجل انخفاض كبير كذلك 6,4 مليار رينجيت، ولتشهد أدنى قيمة لها في السنة الأخيرة (2015)، بلغت 5,8 مليار رينجيت ماليزي؛ ويمكن ترجمة وتوضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (16): تطور صكوك المشاركة من سنة 2010-2015

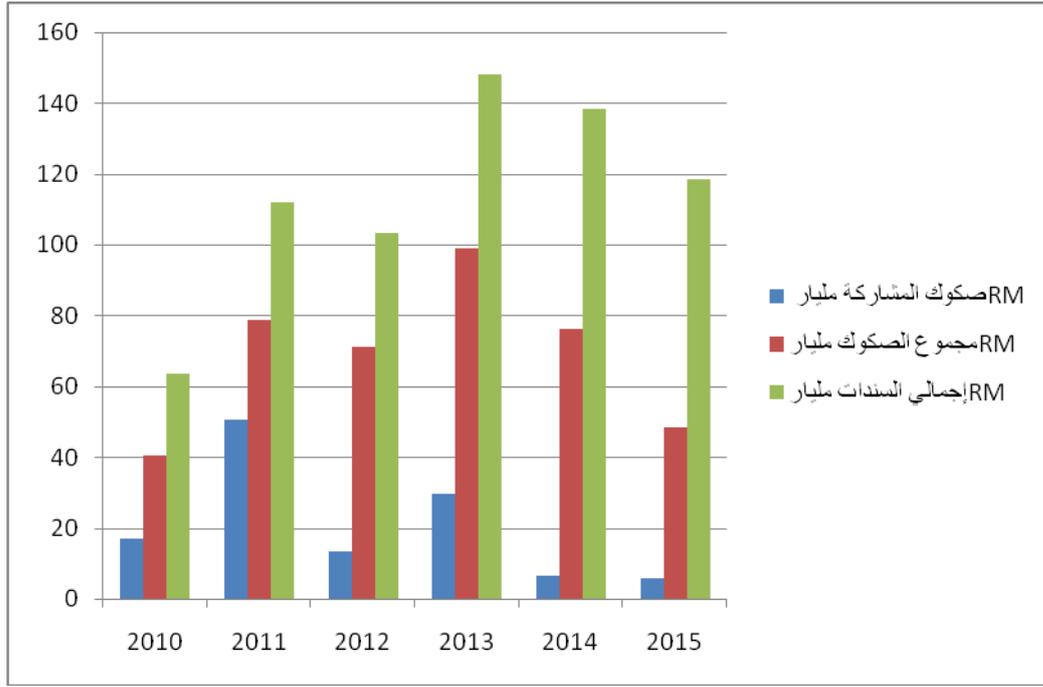


المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (08)

مقارنة إصدار صكوك المشاركة مع إجمالي الصكوك وإجمالي السندات، نلاحظ أن في السنة الأولى تمثل صكوك المشاركة نسبة 42,1%، وتمثل 26% من إجمالي السندات وهي نسبة كبيرة لكنها ليست أكبر نسبة مقارنة بالسنة التي بعدها 2011 حيث سجلت 64% من إجمالي الصكوك، و45% من إجمالي السندات حيث تشير هاته النسبة على مدى أهمية صكوك المشاركة في هذه السنة، لتشهد بعدها عدم الاستقرار إلا أن الملاحظ أنه في سنة 2014 شهدت أدنى نسبة لها (صكوك المشاركة من إجمالي الصكوك) حيث بلغت 8.42% بالرغم أن أدنى مستوى لإصدار صكوك المشاركة هو في السنة الأخيرة وليست سنة 2014.

ويمكن ترجمة معطيات الجدول السابق وتوضيح المقارنة بين صكوك المشاركة وإجمالي الصكوك وإجمالي السندات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (17): تطور صكوك المشاركة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (08)

#### الفرع الثاني: صكوك المضاربة:

هي عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وقد يتم تقديمه بواسطة طرف واحد أو عدة أطراف، وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد ولكنه متوقع وذلك بقراءة نشاط الشركة المصدرة لها من خلال ميزانياتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات السوق، وكان أول إصدار لصكوك المضاربة في ماليزيا من طرف PG Municipal Assete Bhd بقيمة 80 مليون رينجيت ماليزي<sup>1</sup>.

تتم آلية إصدار صكوك المضاربة في السوق المالي الماليزي وفق الآليات التالية<sup>2</sup>:

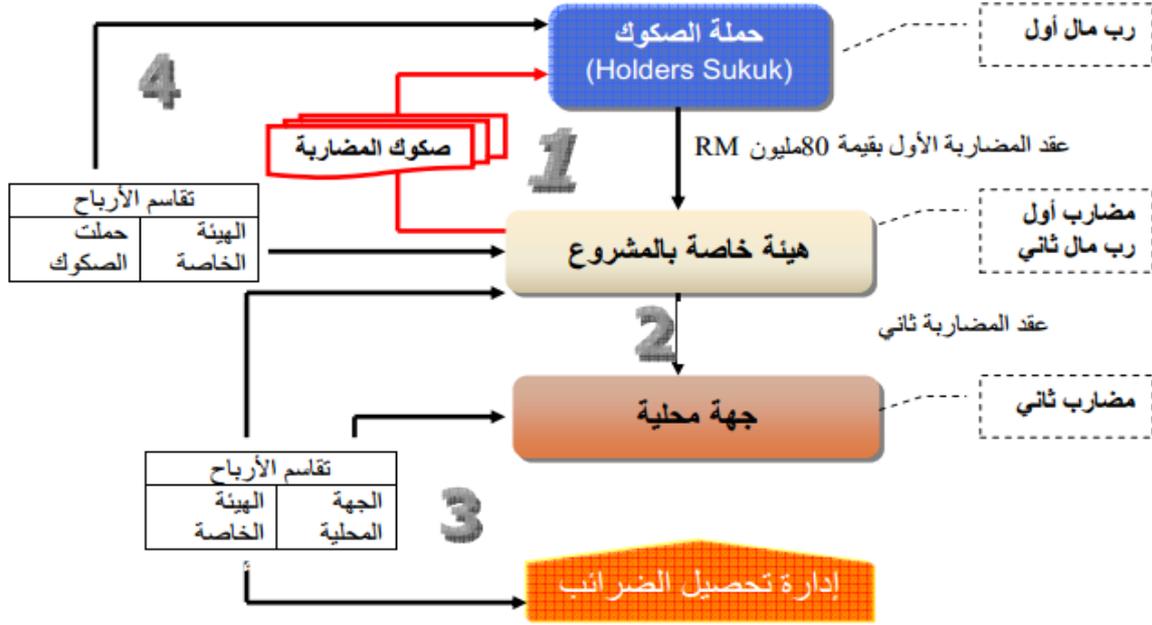
- تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينجيت ماليزي ويقوم حملة الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى؛
- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية؛

<sup>1</sup> تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005، ص: 22.

<sup>2</sup> نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص: 310.

- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب؛
- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.

الشكل رقم: (18): آلية إصدار صكوك المضاربة في السوق المالي الماليزي



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 207.

يمكن عرض تطور صكوك المضاربة وإجمالي الصكوك وإجمالي السندات من سنة 2010-2015 في سوق المالي الماليزي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (09): تطور صكوك المضاربة وإجمالي الصكوك وإجمالي السندات من سنة 2010-2015

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك المضاربة مليار RM	0,24	3,94	1,42	0	2,00	0
إجمالي الصكوك مليار RM	40,3	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
إجمالي السندات مليار RM	63,58	112	103,3	148,07	138,15	118,46
نسبة صكوك المضاربة من مجموع الصكوك %	0,6	5	2	0	2,63	0

المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية 2010-2015

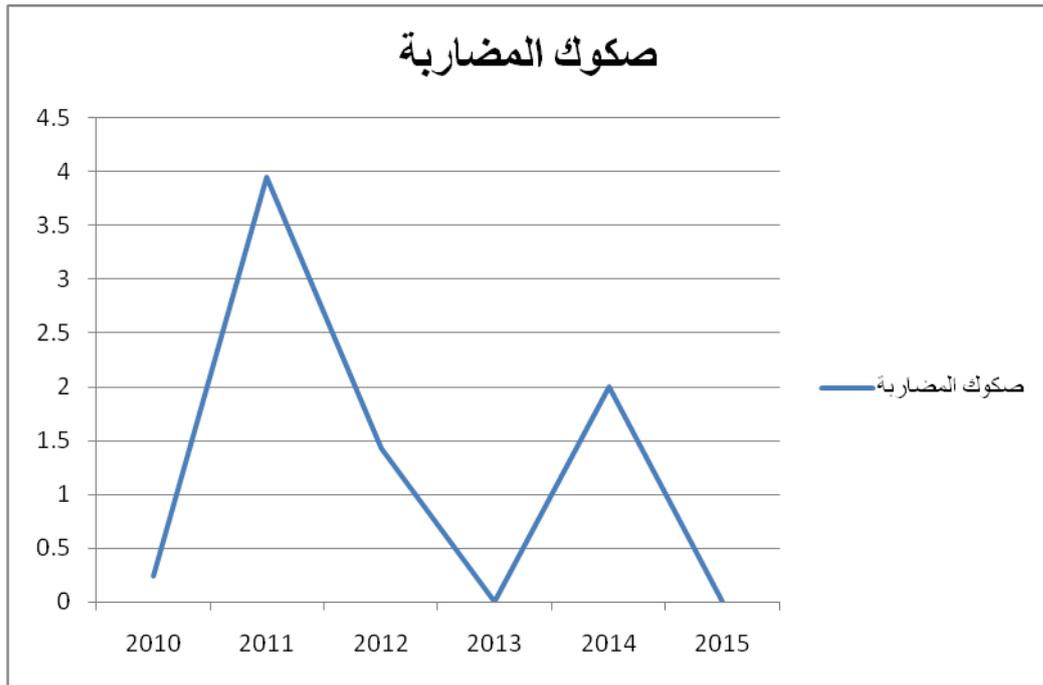
من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

نلاحظ أن حجم إصدار صكوك المضاربة ضعيف ومتذبذب خلال خمس السنوات 2010 إلى 2015، لدرجة أنه ينعدم أحيانا مثل ما نلاحظه في سنتي 2013 و2015؛

أعلى مستوى بلغه حجم إصدار صكوك المضاربة كان في سنة 2011 حيث بلغت 3,94 مليار رينجيت ماليزي؛

ويمكن عرض تطور صكوك المضاربة خلال سنوات من 2010 إلى 2015 في الشكل التالي:

الشكل رقم (19): تطور صكوك المضاربة من سنة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (09)

مقارنة بحجم إصدار صكوك المضاربة مع إجمالي الصكوك والسندات، نجد أن نسبة صكوك المضاربة من إجمالي الصكوك منخفضة جدا، ودرجة تطور صكوك المضاربة لا يعكس تطور حجم إجمالي الصكوك وإجمالي السندات حيث في السنة التي بلغت فيه إجمالي الصكوك وإجمالي السندات أعلى مستوى نجد أن حجم إصدار صكوك المضاربة منعدما.

ويمكن ترجمة وتوضيح أوجه المقارنة بين تطور حجم صكوك المضاربة وإجمالي الصكوك وإجمالي السندات في الشكل الموالي:

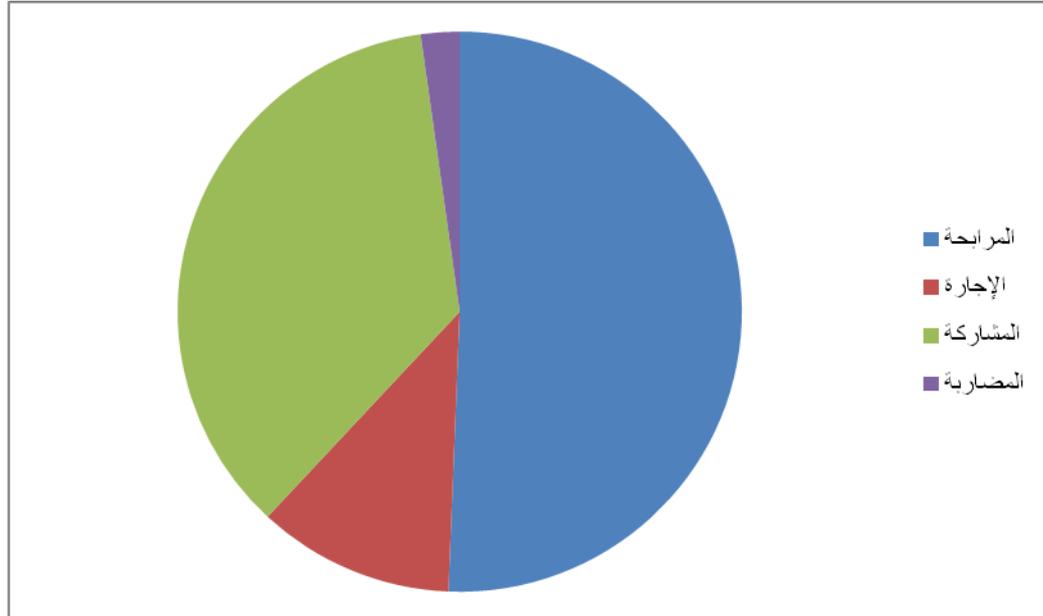
الشكل رقم (20): تطور صكوك المضاربة ومجموع الصكوك ومجموع السندات من سنة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب باعتماد على معطيات الجدول رقم (09)

يمكن أن نقارن بين تطور حجم الصكوك سابقة الذكر (المربحة، الإجارة، المضاربة والمشاركة) خلال سنوات الدراسة من 2010 إلى 2015 في الشكل التالي:

الشكل رقم (21): مجموع حجم صكوك المربحة والمضاربة والإجارة والمشاركة من سنة 2010-2015



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجداول رقم (06،07،08،09)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ما يلي:

صكوك المرابحة تمثل أكثر من 50% من إجمالي الصكوك المذكورة، وتليها صكوك المشاركة، ويمكن تفسير ذلك لسهولة إصدار صكوك المرابحة وقدرتها على خلق السيولة للمصدر وانخفاض المخاطر فيها؛

حجم صكوك المضاربة تسجل أدنى مستوى مقارنة بالصكوك الأخرى، ثم في مستوى أعلى منها نجد صكوك الإجارة ربما يمكن تفسير ذلك لعدم المعرفة الكافية والاستيعاب الكامل لآلية تداولها خاصة صكوك الإجارة، والجدير بالملاحظة أن صكوك الإجارة سجلت في سنة 2010 أعلى مستوى مما جعلها تحتل المركز الثالث هو الاعتماد الكبير على هذه الصكوك نتيجة التوسع في مشاريع شبكة التنمية المستدامة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> العرابي مصطفى وحمو سعاد، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا أنموذجاً-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث (العدد الأول)، جامعة بشار، 2017، ص: 77.

## خلاصة

يعتبر السوق المالي الإسلامي في ماليزيا تجربة رائدة وفريدة من نوعها، حيث أصبحت محطة أنظار واتجاه رؤوس الأموال ممن تبحث عن الأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة فبذلك تعتبر الأولى عالميا في هذا المجال، ويعود نجاح السوق المالي الإسلامي الماليزي لتضافر الجهود، خاصة اللجنة الاستشارية الشرعية، وكذلك قدرتها على ابتكار أدوات مالية تتوافق مع الشريعة.

تم طرح فكرة إنشاء سوق مال الإسلامي بين المصارف في ماليزيا في 3 فيفري 1994م كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقا للشريعة الإسلامية، وذلك لمساعدة المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي، على تلبية متطلبات التمويل على نحو إيجابي وفعال. وكان الإصدار الأول للسندات الإسلامية في عام 1995م، ثم تم تطوير أدوات عديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية تمخضت عن سوق مالي إسلامي أكثر عمقا واتساعا فأكثر من ثلثي الأوراق المالية المقيدة في البورصة تعتبر متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتعطي مؤشرا على قبولها كأداة تمويل وأداة استثمار.

# الخاتمة العامة

---

يعتبر السوق المالي الإسلامي الماليزي اجتهاد حكومي سعت من خلاله السلطات الماليزية إلى الاهتمام بهذا المرفق الهام في الاقتصاد وجعله يتماشى مع الشريعة الإسلامية، وقد نجحت بذلك وأصبحت الوجهة الأولى في العالم للراغبين في الاستثمار الموافق للشريعة الإسلامية، حيث وفرت مجموعة من الأدوات المالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وكذلك وضعت هيئة استشارية تعمل بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية وتحت سلطتها الهدف منها هو مراقبة الأدوات المالية التي تتداول في السوق المالي الإسلامي من حيث مدى موافقتها للشريعة الإسلامية بشكل دوري وكل ستة أشهر، توفر الإطار القانوني الذي ينظم عمل هذا السوق. وقد كان لنجاح هذا السوق المالي الإسلامي أن شجع العديد من الدول أن تحذو حذوها وتوفر البدائل التمويلية الموافقة للشريعة من أجل استقطاب رؤوس الأموال، وقد استطاعت ماليزيا أن تفتك الاعتراف الدولي بهاته الأدوات على غرار بورصة لابوان المالية العالمية التي قامت بإصدار الصكوك الدولية الماليزية والتي أصدرتها على أساس الإجارة، حيث لاقت إقبال كبير من قبل المستثمرين خاصة المسلمين منهم.

### نتائج الدراسة :

- من خلال هذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج يمكن حصرها فيما يلي:
- تعتبر تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تجربة ناجحة ورائدة في بناء وتطوير التعامل في سوق الأوراق الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية؛
  - استطاع السوق المالي الماليزي بتوفيره للأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية أن يحقق نموا كبيرا، حيث أن هذه الأدوات المالية الإسلامية أصبحت تشكل النسبة الغالبة من الأدوات المصدرة والمتداولة؛
  - الأدوات المالية الإسلامية أكثر تداولاً في سوق المال الماليزي هي صكوك المرابحة وهنا يبقى الإشكال وهو الإتجاه للاستثمار في الأدوات القصيرة الأجل بدل الصيغ الطويلة الأجل مثل المشاركة، والتي تعكس حقيقة الاقتصاد الإسلامي؛
  - حجم الأسهم المصدرة والمتداولة في السوق المالي الماليزي والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية أكبر من الأسهم العادية؛
  - نجاح السوق المالي الإسلامي في ماليزيا راجع إلى دور الرقابة الشرعية التي تمارس من قبل اللجنة الاستشارية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمثل هذه الهيئة المرجعية لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛
  - ماليزيا الآن تسير على منهج قيادة التمويل الإسلامي على مستوى العالم، قيادة مصدرها القوانين المتطورة والتطبيقات الرائدة التي تستند إلى رأس المال الإسلامي وتوفر المناخ المناسب لها، حيث تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً من حيث حجم وتطور الصكوك.

### الاقتراحات:

وبناء على النتائج ومن خلال الدراسة التي قام بها الباحث يمكن أن نشير إلى مجموعة من الاقتراحات فيما يلي:

- من خلال تجربة ماليزيا الناجحة يمكن الاستفادة منها من أجل تنشيط وتفعيل السوق المالي الجزائري وذلك بتوفير الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية من أجل استقطاب رؤوس الأموال سواء على المستوى المحلي أو الأجنبي، وكذا فتح باب الاستثمار للفئة التي ترفض الاستثمار في السوق المالي الجزائري بدعوى عدم موافقته للشريعة الإسلامية؛
- استطاع السوق المالي الإسلامي الماليزي أن يستقطب رؤوس الأموال سواء المحلية أو حتى الأجنبية حيث أصبحت وجهة للمستثمرين ممن يرون ويؤمنون بالتعامل بالأدوات الموافقة للشريعة الإسلامية، يمنح لنا إمكانية توفير رؤوس الأموال عن طريق السوق المالي وليس بالتمويل غير التقليدي ويجنبنا كذلك من مخاطر المديونية.

### آفاق البحث:

من خلال النتائج المقدمة والتوصيات المقترحة تبين لنا أن هذا الموضوع يستحق مواصلة البحث فيه من خلال الإشكاليات التالية:

- نحو إرساء سوق مالي إسلامي في الجزائر؛
- آليات تحول الأسواق المالية التقليدية إلى أسواق مالية إسلامية.

# قائمة المراجع

---

قائمة المراجع

المصادر:

- القرآن الكريم

الكتب باللغة العربية:

1. ابن قدامة، المغنى والشرح الكبير، دار الكتاب العربي 1392هـ.
2. أحمد النجار، المدخل إلى النظرية الاقتصادية في المنهج الإسلامي، دار الفكر، الطبعة الثانية، 1974.
3. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
4. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006.
5. الخطيب الشربيني: معنى المحتاج، نشر مصطفى البابي الحلبي ط 2، مصر، 1377هـ.
6. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل الفني لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
7. أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
8. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2012.
9. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
10. جودة حسنين جودة، جغرافية اوراسيا الإقليمية، منشأ' المعارف بالإسكندرية، 2000.
11. وهبة الزحيلي، موسوعة الفقه الإسلامي المعاصر، دار المكتبي، الطبعة الثانية، الجزء الثالث، 2008.
12. وحيد أحمد زكريا، دليلك إلى العمل المصرفي، دار البراق، حلب، 2010.
13. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2009.
14. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
15. حسين حسين شحاتة، النهج الإسلامي للإصلاح الاقتصادي، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 1993.
16. حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار الزهران، عمان، 1998.
17. حسن سري، الاقتصاد الإسلامي، مبادئ وخصائص وأهداف، الإسكندرية، 2008.
18. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

19. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
20. يوسف القرضاوي، الحلال والحرام في الإسلام، مكتبة وهبة، الطبعة 11، القاهرة، 1977.
21. يوسف القرضاوي، مدخل لدراسة الشريعة الإسلامية، مؤسسة الرسالة، 2001.
22. يوسف القرضاوي، فقه الزكاة، مؤسسة الرسالة، ط 2، 1401هـ - 1981م.
23. يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، الأساس الفكري، دار الوفاء، ط 2، مصر، 1996.
24. مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2004.
25. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
26. محمد باقر الصدر، اقتصادنا، دار التعارف للمطبوعات، 1991.
27. محمد نجيب المطعنى، التكملة الثانية للمجموع شرح المهذب، نشر زكريا علي يوسف.
28. محمد سويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار.
29. محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 1993.
30. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005.
31. محمد شيخون، المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
32. محمود الخالدي، اقتصادنا، مفاهيم إسلامية مستتيرة، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005.
33. محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء 3 (تنظيم وإدارة البورصة)، دار هومة، الجزائر، 2002.
34. ممدوح مراد، الاقتصاد والفائدة، النهضة للطباعة والنشر، القاهرة، 1995.
35. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
36. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
37. نزيه عمار، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1993.
38. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس.
39. سمير محمود عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله المالية، مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، القاهرة، 2001.
40. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.

41. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
42. عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
43. عبد الباسط وفا ومحمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996.
44. عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
45. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002.
46. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية الإسكندرية 2000.
47. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
48. عكرمة سعيد صبري، الوقف الإسلامي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار النفائس، الاردن، 2011.
49. علي محي الدين القرّة داغي، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية مقارنة بالاقتصاد الوضعي، الجزء 02، دار البشائر للنشر، ط 2.
50. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
51. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية مع مدخل مفتوح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
52. فتح الله ولعلو، توزيع المداخل: النقود والائتمان، دار الحداثة، بيروت، 1981.
53. صوان محمود حسن، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
54. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، القاهرة، 2003.
55. شلهوب علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2007.
56. شمعون شمعون البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
57. ضياء مجيد موسوي، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

#### المقالات:

58. العياشي زرزار، ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مجلة بيت المشورة- شركة بيت المشورة للاستشارات المالية، العدد الثالث، قطر، 2015.
59. العرابي مصطفى وحمو سعدية، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا أنموذجا-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث (العدد الأول)، جامعة بشار، 2017.

60. حسين حسن شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، يونيو 1999.
61. سامي إبراهيم السويلم، مراجعة علمية لكتاب المصرفية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 10، السعودية.
62. خالد خديجة، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا، العدد 13، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية، جامعة سعد دحلب، البلدة، 2016.
- الملتقيات:**
63. الماليزي، زاهر الدين محمد، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
64. الشايجي وليد خالد وحجي عبد الله يوسف، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2005.
65. بريش عبد القادر وغراية زهير، دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات الاقتصادية في الأسواق المالية- دراسة حالة سوق رأس المال بماليزيا- الملتقى الوطني التاسع حول: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، سكيكدة، يومي 9-10 ماي 2011.
66. جمال لعمارة: تحديات السوق المالي الإسلامي، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، نوفمبر 2006.
67. حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.
68. حسان، حسين حامد، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية، 1424هـ/2003م، المنامة.
69. محمد عبد الحليم عمر، صيغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدين التجاري والإعانات، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 28/25 ماي 2003.
70. نوال سمر، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الإسلامية نموذجا -، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية كلية الشريعة، 2015.

71. سامي حمود: تطبيقات بيوع المربحة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة: خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية عمان/الأردن، 1987م.
72. سليمان ناصر: السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، دورة تدريبية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف.
73. صالح صالح، مصادر وأساليب تمويل المشاريع الكفائية الصغيرة والمتوسطة في إطار نظام المشاركة، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 28/25 ماي 2003.
74. رحيم حسين وسلطاني محمد رشدي، «نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المضاربة، السلم والإستصناع»، كمدخل مقدمة في الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.
75. شوكال عبد الكريم وبراهيمي سمير: انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، فيفري 2011.

### التقارير:

76. المعايير الشرعية، هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين.
77. التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنوات: 2005-2010 - 2011 - 2012 - 2013 - 2014 - 2015 - 2016-2017.
78. التقارير السنوية لبنك نيغارا الماليزي من: 2010-2016.

### الرسائل و الأطروحات باللغة العربية:

79. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
80. بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
81. نصابة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال -تجربة ماليزيا أنموذجا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012.

82. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.
83. جميل أحمد، الوظيفة التنموية للمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1996.
84. جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملته، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة، جامعة اليرموك، 2007/2006.
85. حامد أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، 19 شوال 1426 الموافق 21 تشرين الثاني 2005م.
86. ياسر بن إبراهيم بن محمد، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 2008/2007.
87. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
88. سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009/2008.

### المراجع باللغة الأجنبية:

1. Ambrose, Azniza Hartini binti Azrai Azaimi; The Current State of Islamic Finance in Malaysia, International Islamic, University Malaysia, Undated.
2. Guidelines On the Offering of Islamic Securities, Securities Commission of Malaysia.
3. Hizzad, Baharuddin Ahmad; «The Regulatory Framework of Islamic Financial System in Malaysia», Financial Talent Enrichment Programme, Bank Negara Malaysia, 18april 2011
4. Kuala Lumpur Business School (KLBS); An Overview of Islamic Banking System in Malaysia, County Report, Undated.
5. Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities commission of Malaysia, second print, October 2005.

6. Rosly, Saiful Azhar, Critical issues on Islamic Banking and Financial Markets, Kuala Lumpur – Malaysia, Dinamas Publishing, first printed, 2005.
7. Sébastien Bossu, Philippe Henrotte, finance des marches, Paris, Dunod, 2008.
8. Tariq, Ali Arsalan, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.
9. WONG Wing Seong, The Malaysian Capital Market –Overview & selected Issues, Second meeting of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets, March 6, 2001.
10. Abdul Aziz, Akhtarzaite; «Capital Market in Islamic ramework: Malaysian Experience», the 15th annual scientific conference on financial markets and stock exchanges, prospects and challenges, college of sharia and law, UAE University, chamber of commerce and industry, Dubai, 7/8 March 2007.
11. Olivier picon, la bourse ses mécanismes gérer son portefeuille, édition Dallos, Paris, 14<sup>eme</sup> édition, 2000.

#### المواقع الالكترونية:

1. الجزيرة نت، ماليزيا:

<http://www.aljazeera.net/encyclopedia/countries/2014/10/18/%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7>

2. بورصة كوالالمبور:

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

## ملخص البحث:

إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية ظهر منذ حوالي ثلاثة عقود من الزمن، وكان أول من طرح هذه الفكرة هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م.

سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يعتبر أحد أهم المرافق الاقتصادية في ماليزيا وفي هذا البحث كشفنا عن هذه السوق التي تتعامل بمقومات إسلامية، كمنع الربا والاحتكار وغيرها من المخالفات الشرعية، وكذا الأدوات كصكوك المضاربة والمشاركة والإجارة.

ويهدف البحث إلى الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى توافق معاملات وأنشطة سوق الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية، سوق مالي إسلامي، سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، صكوك.

## Research Abstract

The idea of creating an Islamic financial market emerged about three decades ago. The first idea was presented by Dr. Sami Hamoud at the Al Baraka Forum in Tunis in 1984.

The Islamic stock market in Malaysia is considered one of the most important economic facilities in Malaysia. In this research, we have uncovered this market which deals with Islamic factors such as riba, monopoly and other legal irregularities, as well as instruments such as Mudaraba, Musharaka and Ijara.

The research aims to answer many questions about the compatibility of transactions and activities of the stock market with the provisions of Islamic law.

**Keywords:** Financial Markets, Islamic Financial Market, Malaysian Islamic Securities Market, Sukuk