



جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعرييرج
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، تجارية، وعلوم التسيير

الشعبة: محاسبة ومالية

التخصص: مالية وصيرفة إسلامية

من إعداد الطالبتين: - بوطبة منال

- حمدي بثينة

بعنوان:

التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي ودوره في
تحقيق التنمية الاقتصادية
(دراسة حالة البحرين أنموذجا)

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	أستاذ محاضر - أ -	بوخاري لحو
مشرفا	أستاذ محاضر - أ -	بوعيطة عبد الرزاق
مناقشا	أستاذ محاضر - أ -	بن معتوق صابر

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

١٤٣٨ هـ

إهداء

الحمد لله رب العالمين الذي أتم نعمته علي فأناز لي طريقي وسهل لي دربي
نحو الهدف المرجو.
-أهدي ثمرة عملي إلى من علمني العطاء والوفاء بدون إنتظار إلى من أحمل
إسمه بكل إفتخار والدي العزيز
-إلى من ربنتي وأنارت دربي وإلى سر بسمة وجودي في الحياة إلى بلسم
جراحي إلى أغلى إنسانة في الوجود أمي الحبيبة رعاها الله.
-إلى أعز وأغلى ما أملك إخوتي.
- إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي لكم جميعا أهدي ثمرة هذا
الجهد المتواضع.

من مال

إهداء

أهدي تخرجي هذا

إلى من وضع المولى- سبحانه وتعالى- الجنة تحت قدميها، ووقرها في كتابه العزيز ومن أفضلها على نفسي، ولما لا فقد ضحت من أجلي، إلى ملاكي في الحياة، إلى معنى الحب والحنان، إلى نسمة الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أمي الجنة وقرّة عيني.
إلى من يسيطر على أذهاننا في كل مسلك نسلكه، صاحب الوجه الطيب والأفعال الحسنة، فلم يبخل علي طيلة حياته إلى من كلفه الله بالهيب والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى من أحمل إسمه بكل افتخار إلى من كلماته نجوم اهتدي بها اليوم والغد وإلى الأبدي أبي الحبيب ورفيق دربي.
إلى الذين اعتمد عليهم في كل صغيرة وكبيرة إخوتي

بنيّة

شكر و عرفان

الحمد لله الذي منحنا العزيمة والإرادة لإنجاز هذا العمل لنرى النور بعد عناء واجتهاد، والصلاة والسلام على رسول المحبة والمبعوث رحمة للعالمين محمد ﷺ الذي قال "لا يشكر الله من لا يشكر الناس"

وانطلاقاً من قوله تعالى " رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ"

واقراراً واعترافاً ووفاءً بالجميل نتقدم بالشكر والعرفان للذي لا تعد نعمه ولا تحصى، فإن قلوبنا تخرُّ ساجدة لله عز وجل ممهد السبيل وموفق المسالك.

إلى أحق الناس بالشكر الوالدين وسعيهم للتنعم بالراحة والهناء، إلى اللذان علمانا أن نرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر.

لكم منا فائق الشكر والتقدير.

إلى من له الفضل في إنجاز بحثنا هذا ومساندتنا بنصائحه وتوجيهاته التي أنارت طريقنا إلى أن صار واضح المعالم الدكتور "بوعبيطة عبد الرزاق" كما نتقدم بتحية الشكر والتقدير إلى كافة أساتذة أعضاء لجنة المناقشة.

لكم منا جزيل الشكر

المخلص:

تناولت هذه الدراسة دراسة وصفية تحليلية علمية لظاهرة التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي ودوره في التنمية الاقتصادية، والتي تعتبر من أهم التطورات التي تحدث في الأسواق المالية.

وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الأسواق المالية التي أصبحت تحتل مكانا بارزا في الاقتصاد العالمي، وذلك من خلال ما توفره من مصادر التمويل المختلفة، وكذلك التعرف على الأسواق المالية الإسلامية الدولية وكيفية تأسيس سوق مالي إسلامي يقوم على أحكام الشريعة الإسلامية، كما ركزت على استعراض تحليل أهم التطورات في حجم الإصدارات الدولية في سوق الصكوك البحريني.

وقد حاولت هذه الدراسة الإجابة على إشكالية كيفية تحول سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي؛ ومدى مساهمة الأسواق المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية؟

كما توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن للسوق المال الإسلامي له دور هام في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول التي قررت التحول إليه أو الانفتاح عليه خاصة عن طريق إصدارات الصكوك كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية مقبولة شرعا.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، السوق المالي الإسلامي، التنمية الاقتصادية، الصكوك، التحول.

Abstract:

This study dealt with a descriptive and analytical scientific study of the phenomenon of transformation from the conventional financial market to the Islamic financial market and its role in economic development, which is considered one of the most important developments that occur in the finance markets.

This study aimed to identify the financial markets that have become prominent in the global economy, through the various sources of financing, as well as to identify the international Islamic financial markets and how to establish an Islamic financial market based on the provisions of Islamic Sharia, and focused on reviewing the analysis of the most important developments in the volume of international issues in the Bahraini Sukuk market.

This study tried to answer the following problem: how to transform a conventional financial market into an Islamic one, and to what extent do Islamic financial markets contribute to economic development?

The study also found several results, the most important of which is that the financial market, Islamic, has a role in achieving economic development in countries.

Keywords: Financial Market, Islamic Financial Market, Economic Development, Sukuk.shift

قائمة المحتويات

إهداء

شكر و عرفان

I.....	الملخص
II.....	قائمة المحتويات
V.....	قائمة الجداول
VI.....	قائمة الأشكال
أ.....	مقدمة

الفصل الأول:

مدخل للأسواق المالية

6.....	تمهيد:
6.....	المبحث الأول: الحاجة إلى السوق المالية .
6.....	المطلب الأول: مفهوم ظاهرة اللاوساطة المالية (La désintermédiation financière).....
10.....	المطلب الثاني: ماهية الوساطة المالية.....
13.....	المطلب الثالث: العوامل المحددة للتوليفة -وساطة مالية لاوساطة مالية -
15.....	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول السوق المالية.....
15.....	المطلب الأول: ماهية السوق المالي التقليدي.....
20.....	المطلب الثاني: التعريف العام للسوق المالية الإسلامية.....
25.....	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأدوات السوق المالي الإسلامي.....
30.....	المبحث الثالث: الإطار العام للتنمية الاقتصادية.....
30.....	المطلب الأول: مفاهيم حول النمو والتنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة.....

- 38.....المطلب الثاني: نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية.
- 40.....المطلب الثالث: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي.
- 38.....خلاصة الفصل:

الفصل الثاني:

التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي

- 40.....تمهيد:
- 41.....المبحث الأول: مفهوم ودوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي.
- 41.....المطلب الأول: مفهوم التحول للنظام المالي الإسلامي ودوافعه.
- 44.....المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإنشاء سوق مالي إسلامي ومصادر التحول.
- 46.....المطلب الثالث: أشكال التحول إلى السوق المالي الإسلامي.
- 54.....المبحث الثاني: أساسيات حول التمويل التقليدي.
- 54.....المطلب الأول: مفهوم التمويل.
- 54.....المطلب الثاني: الأدوات المالية بغرض التمويل.
- 55.....المطلب الثالث: الأدوات المالية الغرض منها التحوط من المخاطر.
- 59.....المبحث الثالث: أساسيات حول التمويل الإسلامي.
- 59.....المطلب الأول: مفهوم التمويل الإسلامي، خصائصه وأهدافه.
- 61.....المطلب الثاني: أدوات السوق المالي الإسلامي.
- 73.....المطلب الثالث: الآراء الفقهية.
- 78.....خلاصة الفصل

الفصل الثالث:

السوق المالي الإسلامي الدولي

- 87.....تمهيد:
- 88.....المبحث الأول: مفاهيم مهمة حول الأسواق المالية الدولية.

88.....	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الدولية، أسباب ظهورها وخصائصها.
90.....	المطلب الثاني: آليات التعامل وأهم الأسواق المالية الدولية.
93.....	المطلب الثالث: نماذج عن إصدار الصكوك الإسلامية وأشكال الاندماج.
104.....	المبحث الثاني: مفاهيم مهمة حول الأسواق المالية الإسلامية الدولية.
104.....	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية الدولية، أهدافها ومهامها.
105.....	المطلب الثاني: الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية.
106.....	المطلب الثالث: تطور صناعة الصكوك الإسلامية في العالم.
106.....	المبحث الثالث: السوق المالي الدولي الإسلامي - دراسة حالة البحرين -
106.....	المطلب الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية.
108.....	المطلب الثاني: المؤسسات القائمة على إدارة سوق البحرين للأوراق المالية.
109.....	المطلب الثالث: واقع السوق المالي البحريني ودوره في التنمية الاقتصادية.
105.....	خلاصة الفصل الثالث:
124.....	الخاتمة:
127.....	قائمة المراجع

قائمة الجداول

- الجدول رقم 01: أساليب التحول نحو سوق مالية إسلامية لعينة من أسواق الأوراق المالية..... 52
- الجدول رقم 02: الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات. 72
- الجدول رقم 03: يمثل عدد الصكوك المدرجة والمتداولة في بورصة لندن بين (2009- 2016) 94
- الجدول رقم 04: تطور إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية محليا (2014- 2018)..... 96
- الجدول رقم 05: إصدارات الصكوك الخاصة بالبنك الإسلامي للتنمية 98
- الجدول رقم 06: إصدارات الصكوك العالمية واتجاهاتها 500 مليون دولار أمريكي خلال سنة 2020.. 104
- الجدول رقم 07: توزيع حجم الصكوك المصدرة حسب طبيعة الإصدار خلال الفترة (يناير 2010-ديسمبر 2020):..... 106
- الجدول رقم 08: حجم الاستثمار في القطاعات 2019- 2021..... 108
- الجدول رقم 09: قطاعات التنمية الممولة عبر صكوك الاستثمار الحكومي (ص ح) 104
- الجدول رقم 10: مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية..... 105
- الجدول رقم 11: أداء المؤشرات المالية الأساسية لسوق البحرين 2019- 2021..... 109
- الجدول رقم 12: تطور عدد الإدراجات في سوق البحرين من 2019-2021..... 110
- الجدول رقم 13: القيمة السوقية لسنة 2021 (مليون دينار بحريني)..... 111
- الجدول رقم 14: يمثل مؤشر التداول (2019- 2021)..... 104

قائمة الأشكال

- الشكل رقم 01: آلية سير اللوساطة المالية..... 9
- الشكل رقم 02: يبين الوساطة الميزانية والوساطة السوقية..... 12
- الشكل رقم 03: أقسام الأسواق المالية..... 19
- الشكل رقم 04: الطريقة العملية للتحويل..... 53
- الشكل رقم 05: القيمة السوقية لبعض بورصات العالم..... 93
- الشكل رقم 06: عدد الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصة لندن (2009 - 2016)..... 95
- الشكل رقم 07: تطور إجمالي الإصدار الصكوك الإسلامية محليا (2014 - 2018)..... 96
- الشكل رقم 08: إصدارات الصكوك الخاصة بالبنك الإسلامي للتنمية..... 98
- الشكل رقم 09: عملية اندماج السوق (A) مع السوق (B)..... 99
- الشكل رقم 10: عملية استحواذ السوق (A) على السوق (B)..... 100
- الشكل رقم 11: إجمالي إصدارات الصكوك الدولية بملايين الدولارات (2001 - 2020)..... 104
- الشكل رقم 12: توضيح حجم الصكوك الإسلامية حسب طبيعة الجهة المصدرة..... 107
- الشكل رقم 13: يبين تطور إصدارات الصكوك بحسب آجالها..... 107
- الشكل رقم 14: حجم الاستثمار في القطاعات 2019 - 2021..... 104
- الشكل رقم 15: قطاعات التنمية الممولة عبر صكوك الاستثمار الحكومي (ص ح)..... 105
- الشكل رقم 16: أداء مؤشرات المالية الأساسية لدولة البحرين 2019 - 2021..... 110
- الشكل رقم 17: القيمة السوقية لسنة 2021 (مليون دينار بحريني)..... 111
- الشكل رقم 18: مؤشر التداول (2019 - 2021)..... 104

مقدمة

مقدمة

لقد شهد النصف الأخير من القرن العشرين اهتماما متزايد بالأسواق المالية في العالم نظرا لأهمية التي يؤديها في الحياة الاقتصادية، ومع وجود دول إسلامية فرض هذا الواقع ضرورة التحول إلى سوق مالية إسلامية لتجنب المستثمرين المسلمين الحريصين على دينهم الوقوع في الشبهات، وذلك من خلال استحداث وابتكار أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكي يتسنى لهم التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها.

وانطلاقا مما تقدم تعتبر السوق المالية الإسلامية حاجة ملحة للأمة الإسلامية لإسهامها في تنمية اقتصاد الدول وفرصة هامة لكل مستثمر مسلم، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية؛ وبالرغم من هذا يوجد تحديات ومعوقات تواجه هاته الأسواق إلا أن فرصة نجاحها تكمن في التطبيق التام لقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية.

وفي هذا الإطار سوف نتطرق في هذا البحث إلى الجوانب المختلفة للسوق المالية التقليدية وكيفية التحول للسوق المالية الإسلامية وعلاقتها بالاقتصاد العالمي ولتوضيح ذلك تم الاعتماد على بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال الأسواق المالية

1- إشكالية الدراسة:

انطلاقا مما تم ذكره، تتطرق دراستنا من الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة التحول إلى الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية ؟
من أجل معالجة وتحليل الإشكالية؛ وبغية الوصول إلى فهم واضح لها، تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تتمثل دوافع إنشاء أسواق مالية إسلامية ؟
- فيما تتمثل مختلف أشكال ومصادر التحول إلى السوق المالي الإسلامي ؟
- ماهي مختلف الأدوات المالية المدرجة في السوق المالي الدولي ؟
- ما مدى مساهمته التحول الجزئي الذي قام به السوق المالي البحريني في التنمية الاقتصادية ؟

2- فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الأسئلة المطروحة السابقة ومن ثم الإجابة على مشكلة الدراسة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- للسوق المالية الإسلامية حاجة عقدية وحاجة ربحية.
- للسوق المالي الإسلامي أسلوبين للتحول جزئي وكلي.
- تعتبر الصكوك من الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة التي تسهل المعاملات في السوق المالي الدولي.

- التحول الجزئي في السوق المالي البحريني يساهم في زيادة حجم التمويلات الخاصة بالتنمية الاقتصادية.

2- الهدف من الدراسة : نسعى من خلال هذه الدراسة الوصول إلى تحقيق الأهداف التالية:

- إبراز وتحليل أهم الاختلافات بين السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي.
- عرض وبحث في أهم أشكال ودوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي.
- عرض وبحث في أهم الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة وآراء الفقهاء فيها.
- تقييم الدور الذي يؤديه التحول الجزئي للسوق المالي الإسلامي البحريني ودوره في التنمية الاقتصادية.

كما تعد السوق المالية البحرينية تجربة في مجال نظام التمويل الإسلامي، حيث أنها تعتبر من البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، ويتضح ذلك من خلال المهام التي تؤديها وكذا الأعمال والنشاطات التي تقوم بها.

3- منهج الدراسة: من أجل الإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات المقترحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي وذلك لوصف مختلف متغيرات الدراسة من الناحية النظرية؛ والمنهج التحليلي وذلك بجمع مختلف البيانات الخاصة بالأسواق المالية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحليلها وتحديد مدى مطابقتها مع النظرية الاقتصادية؛ وكذا جمع مختلف البيانات الخاصة بالأسواق المالية والأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحليلها من ناحية الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الشرعية.

4- حدود الدراسة :

- الحدود الموضوعية: يهتم هذا الموضوع بالتحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي ودوره في التنمية الاقتصادية بالتطرق لكيفية وأشكال وأساليب التحول، الصيغ والأدوات المالية الإسلامية، مع التطرق إلى الأسواق المالية الدولية وحجم الصكوك الدولية.

- الحدود الزمنية: من 2019 إلى 2021.

- الحدود المكانية: دراسة حالة البحرين؛ السوق المالي الإسلامي الدولي.

5- الدراسات السابقة:

تتمثل الدراسات السابقة في:

الدراسة الأولى: محمد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط 1، 2010. هدفت هذه الدراسة إلى:

- التعرف على موضوع تحويل بورصة الأوراق المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- التعرف إلى أهمية وأسباب وأهداف التحول وكذلك أهم العوامل والمتغيرات المؤثرة فيه، كل ذلك من خلال الإطار النظري والتطبيقي .

وتوصلت الدراسة إلى:

- تحول بورصة الأوراق المالية وفق أحكام الشريعة أمر واجب شرعا
- أن شكل التحول الشرعي المطلوب هو الشكل الكلي ولا يجوز العدول عنه إلى أحد أشكال التحول الجزئي إلا وفق الضرورة والمرحلية.

الدراسة الثانية: أحمد مدني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا المجلد 17، العدد 26، 2021.

هدفت هذه الدراسة إلى:

- تحديد الأساليب والمراحل والمتطلبات القانونية والشرعية اللازمة واقتراح منهج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية تحكم الضوابط الشرعية تعاملاتها وأدواتها المالية.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى :

- سوق الأوراق المالية الإسلامية جزء رئيسياً من وضائف اقتصادية مهمة في مقدمتها جذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات التنموية المشروعة والمنتجة.

- يعتبر التحول من سوق مالي تقليدي إلى سوق مالي إسلامي مطلب شرعي واحد أهم أساليب تطور أسواق الأوراق المالية العربية والجزائرية ويتحقق هذا التحول إما بأسلوب التحول الجزئي أو المرحلي، أو أسلوب التحول الكامل.

الدراسة الثالثة: بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية يقيم أسهم وسندات (بسكرة/الجزائر) الطبعة الأولى، 2019.

هدفت هذه الدراسة إلى:

- تكوين فكرة عن مفهوم الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الدولية بصفة خاصة والتفريق بينهما.

- التعرف على عمليات سوق الأوراق المالية ومحاولة الإمام بالأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى:

- أهمية الدور الذي تقوم به الأسواق المالية الدولية في الاقتصاد العالمي وتمويل خطط التنمية الاقتصادية للدول.

- الكيفية التي تؤثر بها الأسواق المالية الدولية من خلال أسواقها ومؤسساتها وأدواتها في النظام المالي العالمي.

الدراسة الرابعة: عبد الرزاق بو عيطة، التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي الأغواط، الجزائر، 2018، تناولت هذه الدراسة التحول إلى النظام

المصرفي الإسلامي و دوره في تمويل التنمية الاقتصادية حيث تهتم الدراسة بالتنمية الاقتصادية وتمويلها بين المنهج الإسلامي و الفكر الغربي، كما تهتم بالتحول الكلي الذي يعتبر من اهم أنواع التحول و اكثر مصداقية حيث هدفت هذه الدراسة الى:

تحقيق و ابراز أهم الاختلافات الجوهرية التي تتميز بتمويل التنمية الاقتصادية في المنهج الإسلامي عنه في الفكر الغربي

دراسة طرق و أساليب التحول من النظام المصرفي التقليدي الى الإسلامي في إدارة السياسة النقدية والتمويلية

وتختلف دراستنا عن سابقتها في النقاط التالية:

-تم التطرق إلى دراسة التحول إلى السوق المالي الإسلامي مع الإشارة إلى كل شكل من أشكال التحول بمثال.

-تم عرض ومناقشة تجربة البحرين كدراسة حالة لفترة ما بين 2019 الى 2021.

-تم الاعتماد على المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية في إعطاء آراء الفقهاء في ما يخص الأدوات المالية الإسلامية وصيغ التمويل الإسلامي.

6- تقسيمات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا هذه الدراسة إلى ثلاث فصول، الفصل الأول يتضمن الإطار النظري للموضوع، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول بعنوان الحاجة إلى الأسواق المالية، أما المبحث الثاني تطرق إلى مفاهيم أساسية حول السوق المالية التقليدية والإسلامية، وفي المبحث الثالث تضمن الإطار العام للتنمية الاقتصادية، أما الفصل الثاني جاء بعنوان التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول بعنوان مفهوم ودوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي، أما في المبحث الثاني والثالث تطرقنا إلى الأدوات المالية في السوق المالية التقليدية والإسلامية.

أما في الفصل الثالث فتطرقنا إلى الدراسة التطبيقية الخاصة بدراسة السوق، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم فيه تقديم الأسواق المالية الدولية، أما المبحث الثاني تضمن الأسواق المالية الإسلامية الدولية، وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى دراسة التجربة البحرينية كدراسة حالة.

كما تم في النهاية إعداد خاتمة الدراسة التي تضمنت نتائج الفصول مع توضيح اختبار صحة الفرضيات، متبوعة بجملة من الاقتراحات المستنتجة، وأخيراً تم صياغة آفاق الدراسة.

الفصل الأول:

مدخل للأسواق المالية

تمهيد :

للأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الإسلامية بصفة خاصة دور في تطوير وتسهيل المعاملات في المجتمع خاصة مع التطور الحاصل، كذلك هي همزة وصل بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض والتي تساهم في تنمية الاقتصاد، لكن مع ظهور الاقتصاد الإسلامي وتناوله لجميع نواحي حياة الفرد أصبح من المهم إنشاء سوق مالي إسلامي بشروط وضوابط إسلامية مطابقة للشريعة الإسلامية، فالإنسان المسلم له هدفين الأول دنيوي وهو تحقيق الربح والثاني هو مراعاة ضوابط الحرام والحلال.

كما تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول الحاجة إلى الأسواق المالية، المبحث الثاني مفاهيم أساسية حول السوق المالي التقليدية والسوق المالي الإسلامي، المبحث الثالث الإطار العام للتنمية الاقتصادية.

المبحث الأول: الحاجة إلى السوق المالية .

تعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية؛ وكذلك تعرف بأنها الغطاء والنظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء أو البيع للأدوات المالية.

المطلب الأول: مفهوم ظاهرة اللاوساطة المالية (La désintermédiation financière)

سننترق في هذا المطلب إلى مفهوم ظاهرة (3d) ومفهوم ظاهرة اللاوساطة مالية وتاريخ ظهورها .

أولاً: مفهوم ظاهرة 3D.

لقد برز مع صدور كتاب المالية الدولية (Finance internationale) للكاتب هنري بورغينات (Henri Bourguinat) مصطلح يعرف بـ: 3D الذي يضم المفاهيم التالية:

- عدم الفصل بين أسواق رأس المال (le décloisonnement)
 - النظامية (la déréglementation)
 - اللاوساطة (la désintermédiation) .
- وهي أسس العولمة المالية، حيث¹ :

¹ بياس منيرة، فالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاوساطة المالية "دراسة تجربة المصارف الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، العدد 3، جوان 2018، الجزائر، ص 94.

أ- عدم الفصل بين أسواق رأس المال:

وتتمثل هذه العملية في فتح الأسواق المالية المحلية أمام تدفقات رؤوس الأموال الخارجية، وكذلك انفتاح أقسام الأسواق المالية المحلية على بعضها البعض، وتطبيق هذا المبدأ يكون على مستويين :

1-المستوى الداخلي: وذلك بإلغاء التخصص بالنسبة للأسواق، حيث تم إلغاء الفصل تم إلغاء الفصل بين سوق رأس المال طويل الأجل وسوق رأس المال قصير الأجل، وأصبح هناك سوقا ماليا موحدا؛

2-المستوى الخارجي: ويعني فتح الأسواق المالية المحلية أمام المتعاملين الأجانب، عن طريق تحرير أسعار الصرف وحركة رؤوس الأموال.

ب- اللانظامية:

لقد ظهر مفهوم اللانظامية مع السياسة النقدية التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات، حيث العديد من القيود، كإلغاء الفروقات بين الحسابات لأجل والحسابات الجارية، إذ يمكن السحب من الحساب لأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدن، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب الأجل، ثم تمت إزالة القيود على أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما أدى إلى ظهور العديد من الإبداعات لتجنب تلك المخاطر الناجمة عن تحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف، كما تم أيضا إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

ج- تعريف ظاهرة اللوساطة المالية :

من بين مختلف التعاريف الخاصة باللوساطة المالية يمكن ذكر التعاريف الآتية:

1- إن مفهوم اللوساطة المالية حسب الأستاذ "بيار بيكاب Pierre Biacabe" يحمل في طياته شقين أساسيين، شق إحصائي وشق اقتصادي:¹

1-1 الشق الاقتصادي: ويتعلق هذا الشق بتحويل علاقة التمويل غير المباشرة بين المتعاملين الاقتصاديين إلى علاقة مباشرة بدون وساطة المؤسسات المالية.

2-1 الشق الإحصائي: يعني هذا الشق توجه المتعاملين الاقتصاديين للتمويل أو توظيف في القيم المنقولة بدلا من التوجه للبنوك، الامر الذي يؤدي إلى انخفاض حصة البنوك في التمويل وذلك لحساب التمويل المباشر.

فلقد ركز الاقتصادي بير بيكتاب في تعريفه في الشق الأول على انخفاض حصة البنوك في التمويل، أما في الشق الثاني فقد ركز على تحول العلاقة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز من علاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة.

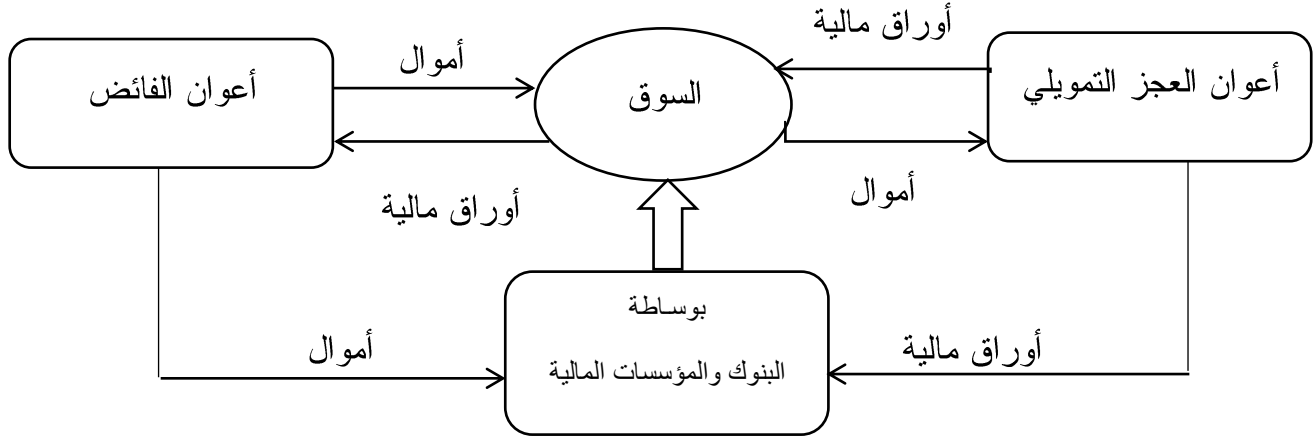
¹ بباس منيرة، فالي نبيلة الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللوساطة المالية، المرجع السابق، ص 95.

-للجوء المتناقص للوسطاء الماليين لصالح العلاقة المباشرة بين المقرضين والمقترضين.
-تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية، وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين. "

على هذا الأساس يمكن تعريف ظاهرة اللوساطة المالية كالتالي :
إحلال العمل التقليدي الخاص بالمؤسسات المالية المتمثل في وساطة الميزانية بالتمويل المباشر الذي يتم في السوق المالي، حيث تصبح العلاقة مباشرة بين أعوان الفائض وأعوان العجز.
من هنا تتجلى مظاهر اللوساطة المالية في النقاط الآتية :

- تناقص حصة البنوك في التمويل.
- له تزايد حصة التمويل المباشرة.
- تحول العلاقة بين المتعاملين الاقتصاديين من المتعاملين الاقتصاديين من علاقة غير مباشرة إلى علاقة مباشرة.
- يمكن تمثيل العلاقة التي تتم بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين في إطار اللوساطة المالية كما يلي:

الشكل رقم 01: آلية سير اللاموساطة المالية



المصدر: بباس منيرة وفالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاموساطة المالية، مجلة نماء، العدد الثالث، جوان 2018، الجزائر، ص 95.

ثانيا: بدايات ظاهرة اللاموساطة المالية¹

تعود بدايات ظاهرة اللاموساطة المالية إلى الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أصبح الأفراد والمؤسسات المالية في سنوات الستينات يعملون في ظل محيط مالي تضخمي وأسعار فائدة جد متذبذبة، ففي سنة 1950 كان معدل الفائدة على سندات الخزينة لثلاثة أشهر يتراوح ما بين 1% و3,5%، ليزيد التغير سنة 1970 ويصبح معدل الفائدة ما بين 4% و5,11%، أما سنة 1980، فقد أصبح معدل الفائدة ما بين 5% وأكثر من 15% الأمر الذي أدى إلى اختراع عقود المشتقات والقروض العقارية بمعدل فائدة متغير - من طرف صندوق الادخار في كاليفورنيا - لتجنب الوضع التضخمي وتقلبات أسعار الفائدة التي كانت سائدة آنذاك، أضف إلى ذلك فإن قاعدة كيو Q التي حددت سقف معدل الفائدة على الودائع، جعلت من معدل الفائدة الحقيقي سالبا، الأمر الذي جعل المتعاملين الاقتصاديين يتوجهون إلى التعامل في منتجات مالية أخرى أكثر مردودية، فقد قامت البنوك الأمريكية بتحديد سقف الفوائد على الودائع لأجل في حدود 5%، هذا التقييد الذي كان يخدم البنوك الأمريكية التي تقوم بتعبئة الودائع بتكلفة أقل، لأن أكثر من 60% من أصولها عبارة عن ودائع، لكن تطور معدل التضخم في نهاية الستينات، أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة المدينة بالنسبة للمصارف، الأمر الذي جعل المستثمرين يسحبون ودائعهم التي أصبحت ذات مردودية منخفضة، وأصبحوا يبحثون عن توظيفات أكثر مردودية في الأسواق المالية، حيث احتفظت نسبة الودائع خلال تلك الفترة في محفظة البنوك من 60 إلى 10%، وقد كانت تلك الفترة بداية ظاهرة اللاموساطة المالية. أضف إلى ذلك فإن تشريعات الاحتياطي الإجباري التي حدثت من نشاط البنوك التجارية،

¹ بباس منيرة، فالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاموساطة المالية، ص 97.

جعلت هذه الأخيرة تبحث عن سبل جديدة لتجنب ذلك، كما أن إنشاء السوق النقدي المشتركة (Money Mutual Fund) جلبت العديد من المتعاملين وذلك على حساب البنوك، مما أدى إلى انخفاض حصة هذه الأخيرة في التمويل.

أدت كل هذه الظروف والإبداعات المالية إلى تزايد نشاط الوساطة المالية على حساب نشاط القطاع المصرفي التقليدي، ولكي تستطيع المصارف والمؤسسات المالية التعايش مع هذا المحيط، حاولت أن تجد وتطور منتجات مالية وخدمات مالية جديدة لتلبية احتياجات المستهلكين، وقد وجدت في الهندسة المالية الوسيلة المناسبة التي تحقق مرادها، فالضرورة اعتبرت محرك الإبداع (la innovation nécessité a été le moteur de

المطلب الثاني: ماهية الوساطة المالية

يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمراً حتمياً حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير المباشر وارتأينا في هذا المطلب أن نتطرق إلى العناصر التالية¹:

-التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه؛

-التمويل غير المباشر؛

-خصائص الأوراق المالية غير المباشرة.

أولاً: التمويل المباشر والصعوبات الناجمة عنه .

أ- التمويل المباشر:

يتمثل التمويل المباشر من خلال العلاقة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي". ذلك من خلال إصدار مستخدمي الأموال - وحدات العجز المالي - الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي - المقترضين النهائيين لأصل مالي - أوراقاً مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، وعادة ما يتعهد المدين - المقترض - يدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية الجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة وتمثل

¹ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مكملة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، 2010، قسنطينة، ص 66.

الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، ويطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.¹

1- الصعوبات الناجمة عن التمويل المباشر:

إن إقامة علاقة مالية مباشرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي أمر ممكن، ولكن وجود مثل هذه العلاقة التمويلية تصادفها مجموعة من الصعوبات بالنسبة للطرفين، ويمكن تلخيص أهم هذه الصعوبات فيما يلي :

1-1- تظهر هذه العلاقة المباشرة مشكلة أولى تتمثل في صعوبة تعارف طرفي العلاقة، أي كيف لأي شخص أن يعرف أن شخصا آخر له فائض مالي ما لم يكن يعرفه معرفة شخصية.

1-2- حتى وإن تم التعارف ما بين هذين الطرفين فليس من السهل أن يكون هناك توافق في الرغبات من حيث الزمان والمكان. فمن الوارد أن يكون صاحب العجز يحتاج إلى هذه الأموال في شهر جانفي مثلا ولكن صاحب الفائض لا يستطيع تعبئتها إلا في شهر مارس. كما أنه ليس من المستبعد أن يكونا طرفا العلاقة غير متواجدين في نفس المكان، وهذا ما يخلق مشكلة التلاقي بينهما. كأن يكون صاحب الفائض المالي يسكن مدينة الجزائر بينما يسكن صاحب العجز المالي مدينة وهران فكيف لهما أن يلتقيا.

1-3- أما المشكلة الثالثة هي صعوبة توافق الرغبات من حيث المبلغ، فقد يكون صاحب العجز المالي يحتاج إلى مبلغ أكبر من الفائض المالي للطرف الآخر لهذه العلاقة المالية المباشرة. ويصبح من اللازم على صاحب العجز أن يبحث عن شخص آخر لاستكمال حاجته المالية، مع إمكانية ظهور نفس المشاكل السابقة على فرض أن هذه المشكلة قد حلت.

1-4- تتمثل الصعوبة الرابعة في عدم قدرة المقرض على تقدير كل الأخطار المحتملة مما يضعف من فرص التوظيف الجيد للأموال ويقلل من إمكانيات الاستعمال الأمثل للموارد تتجسد الصعوبة الخامسة في أن التمويل المباشر يدفع إلى تجميد الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد، وهو أمر لا يخدم أصحاب الفائض المالي خاصة.

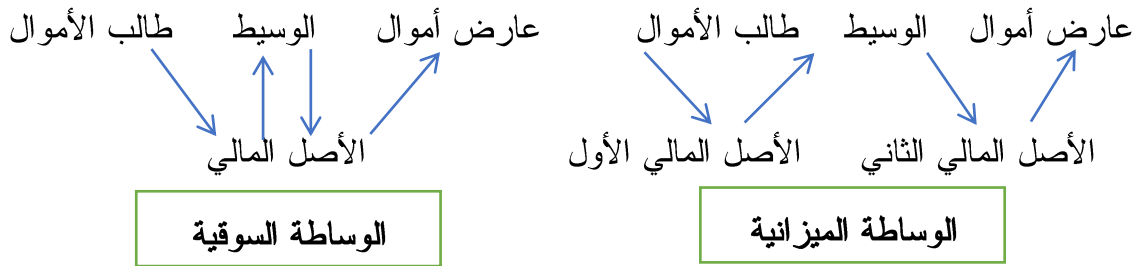
إن هذه الصعوبات لا تسمح بخلق الظروف الملائمة للاستعمالات المثلى لموارد التمويل المتاحة، وتدفع بكل تأكيد إلى التفكير في البحث عن سبل وطرق أخرى من أجل توفير الجو الملائم الأدوات الضرورية لضمان نجاعة أكبر في استعمال الأموال ومن الضروري الإشارة إلى أن تجنب هذه المصاعب يمر عبر عملية تضييق لهذه العلاقة كلما أمكن ذلك، وأكثر البدائل الممكنة من الناحية العملية هي إقامة علاقة تمويل غير مباشرة تمثل الوساطة المالية حلقتها الأساسية.

¹ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، المرجع السابق، ص 67.

ب- التمويل غير المباشر.

يظطلع ادخار العائلات وهو ذلك الجزء الذي لا يستخدم في الاستهلاك بدور كبير في الاقتصاد باعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، ولهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات وبعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على النقاء من بين وحدات الفائض والعجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز". وبالتالي بعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق تكتب من قبل المقرضين النهائيين وجذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها. ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة وهما وساطة ميزانية ووساطة سوقية، ويختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي¹ :

الشكل رقم 02: يبين الوساطة الميزانية والوساطة السوقية



المصدر: بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مكملة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع ادارة مالية، 2010 ، قسنطينة ص69.

-الوساطة الميزانية: ويعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم السيولة.

-الوساطة السوقية: ويتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي² :

- بتقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛

¹ بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، المرجع السابق، ص 68.

² بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، المرجع السابق، ص 70.

- عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛
- الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش؛
و يلاحظ في كل هذه الحالات أن إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول ورفع السيولة.

ثانيا: خصائص الأوراق المالية غير المباشرة.

إن الوسطاء الماليين لا يقتصر عملهم على تحويل الأوراق الأولية من المقترضين النهائيين بصفة مباشرة، بل يحولون خصائص هذه الأوراق على جهتين:

أ- فمن جهة فإن الأوراق غير المباشرة بصفة عامة أكثر سيولة من الأوراق الأولية، فحسب جون ساينرد كينز الذي أعطى تعريفا عاما لسيولة الأصول المالية في كتابه *Treatise on money* (1936)، حيث يعرفها على أنها الأوراق التي تستحق في أقرب الآجال بدرجة يقين كبيرة أو شبه كبيرة، من هذا التعريف يمكن القول بأن مفهوم السيولة يتركز على خاصيتين هما سهولة تحويل الأصول إلى وسائل دفع و ضمان قيمتها، ويسهل تحويل الأصول المالية إلى نقود كلما انخفضت تكاليف المعلومات عبر الزمن والتي يؤثر على أسعارها، إضافة لهذا كلما كانت تكاليف تحويلها إلى نقود ضعيفة بالمقارنة مع سعرها كان الحصول على السيولة أسهل، وفيما يخص ضمان القيمة، فإن سيولة الأوراق الأولية تزداد مقارنة بدرجة يقين قيمتها الاسمية وما دامت هذه الأوراق لا تتميز بتمام السيولة في الأسواق الأولية والثانوية، فإن جزءا مهما من الأوراق غير المباشرة المصدرة من قبل الوسطاء له قيمة اسمية يقينية ومؤمنة (إيداعات جارية أو لأجل حسابات على الدفتر وعلى مستوى الادخارات)، ومنه فهي أكثر سيولة من الأوراق الأولية.

ب- من جهة أخرى، فإن للوسطاء الماليين دور التحويل نظرا لعدم تجانس آجال الأوراق غير المباشرة والأوراق الأولية، فالمقترضون يريدون الحصول على أموال طويلة الأجل، بينما المقرضون يريدون توظيف أموالهم لأجال قصيرة، فإن الوسيط بمجرد بيعه للأوراق غير المباشرة لعدد كبير من الأعوان، يتحصل على حجم ثابت من الموارد بعبارة أخرى أنه يقترض لأجال قصيرة ويقترض لأجال طويلة وهذا ما يسمى بتحويل الآجال وفي هذا المثال ميزانية بسيطة لوسيط مالي.

المطلب الثالث: العوامل المحددة للتوليفة -وساطة مالية لاوساطة مالية -

تختلف درجة هيمنة الوساطة المالية أو اللاوساطة المالية من دولة إلى أخرى، ويتوقف هذا الأمر على جملة من المحددات هي¹:

¹ بباس منيرة، فالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاوساطة المالية، مرجع سبق ذكره، ص

أولاً: النظام الإنتاجي (Le système productif): تختلف الدول فيما بينها من حيث الهيكل الإنتاجي، فهناك دول تعتمد بالأساس على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تحتاج إلى نظام تمويلي خاص، يعتمد بالأساس على القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي، وبالتالي يقل في هذه الدول نشاط السوق المالية، في حين تعتمد الشركات الكبيرة والعملاقة على النظام الإنتاجي في دول أخرى، خاصة الأنجلوسكسونية منها، حيث تحتاج هذه الشركات إلى نظام تمويلي خاص يعتمد على الأسواق المالية، لهذا تتوسع في هذه الدول الأسواق المالية بشكل كبير؟

ثانياً: الإطار القانوني (Le cadre juridique): يلاحظ بالنسبة للتشريع الأنجلوسكسوني، أنه يعمل على تشجيع وتطوير الأسواق المالية، إذ يعمل التشريع فيها على حماية المساهمين خاصة الصغار منهم في المؤسسات، فهو يحتوي على قوانين واضحة فيما يتعلق بحقوق المساهمين وإدارة المؤسسة، على عكس النظام القانوني الأوروبي الذي يفضل تمركز ومراقبة المؤسسات من طرف كبار المساهمين، لهذا فهو لا يعمل على تشجيع نمو السوق المالي من خلال زيادة تدخل الشركات وتشجيع المكتتبين وزيادة مساهماتهم في مختلف الشركات.

ثالثاً: محددات ذات طابع مؤسسي (Des déterminants d'ordre institutionnel) : يؤدي المستثمرون المؤسسيون (شركات التأمين صناديق الاستثمار - صناديق التقاعد... إلخ) دوراً هاماً في الدول الأنجلوسكسونية مقارنة بالدول الأوروبية، وذلك في مجال تعبئة ادخار العائلات وتوظيفها في السوق المالي، حيث يمثل هيكل سوق العمل والحماية الاجتماعية ونظام التقاعد وغيرها، من بين أهم محددات النظام المؤسسي. فمثلاً لو يتم أخذ نظام التقاعد، فعندما يستفيد العمال من نسبة قليلة من التأمينات الاجتماعية، فسوف تجدهم يبحثون عن مكمل كالتأمين مستقبل لدى شركات التأمين، لهذا تنتشر شركات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد بكثرة في العديد من الدول، كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، وذلك لتعويض نظام الحماية الاجتماعية الموجود بنسبة قليلة، وتساهم بذلك هذه المؤسسات أي شركات التأمين بشكل كبير في تطوير وتنشيط السوق المالي، إذ يعتبر المستثمرون المؤسسيون من بين أكبر وأهم المتدخلين الفاعلين في تنشيط الأسواق المالية على المستوى العالمي.

رابعاً: معدلات الفائدة: تلعب أسعار الفائدة دوراً هاماً في تحديد نوعية النظام المالي، فالملاحظ أن معدلات الفائدة المدينة في أوروبا ما زالت ضئيلة مقارنة بغيرها من الدول في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا تفضل المؤسسات غير المالية في أوروبا اللجوء إلى التمويل عن طريق القروض، باعتبار أن تكلفته ضئيلة مقارنة بباقي أساليب التمويل الأخرى.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول السوق المالية

ان وجود أسواق مالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة كما تمثل المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي لدولة ما.

المطلب الأول: ماهية السوق المالي التقليدي.

تطرقنا في هذا المطلب إلى مختلف الجوانب النظرية للسوق المالي التقليدي :

أولاً: مفهوم السوق المالي التقليدي

إن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام وهذا الأخير يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، ولقد أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق المالي ومنه فالسوق هو الإطار الذي يجمع الوحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة وعاملة في السوق وتوفر قنوات اتصال فعالة، ومن الواضح أن هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال؛ حيث تعتبر هذه الأخيرة على غرار الأسواق الأخرى، يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق وتعتبر سوق الأوراق المالية هي الأخرى من الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد جناحي سوق المال في أي بلد؛ وعادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصة، ومن هنا يمكن تقديم التعاريف لكي تساعدنا بالتدقيق بمفهومها؛ ونستعرض منها ما يأتي¹ :

أ- السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، ومنه فان الأسواق المالية

¹ طاهري عبد الله، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطويره، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية وتجارة دولية، مستغانم، الجزائر، 2020، ص 08.

تعتبر ذات أهمية كبرى بالنسبة لكافة دول العالم فهي تلعب دورا اقتصاديا هاما وأساسيا في اقتصاديات أي دولة مهما كان نشاطها.

ب- أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة 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، حيث يوجد أصحاب الفوائض من السيولة ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لما له من قدرة في المساعدة على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض التي تمنحها البنوك الدولية وتظهر أهميتها أيضا لعدم قدرة البنوك التجارية على التمويل الطويل الأجل والمتوسط لعدة أسباب أهمها التضخم ومشاكل أيضا لعدم قدرة البنوك التجارية على التمويل الطويل الأجل والمتوسط لعدة أسباب أهمها التضخم ومشاكل المخاطر إضافة إلى المركزي ومنه يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات وفي الوقت الحاضر بحيث أنه لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيه.

ثانيا: خصائص الأسواق المالية.

السوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي :
أ-تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب وكذا التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة وتوفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.³

ب-سوق الأوراق المالية تتسم أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

ج-يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

د-نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق ومكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة.

ه-أسواق الأوراق المالية تتصف بتطورها مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

و-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.

ز-تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى الأسواق النقدية.

ح-إن غالبية الأسواق تتعامل بأدوات ذات قيم ضخمة وبالتالي غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة.

ثالثا: وظائف السوق المالي التقليدي.

يؤدي سوق المال وظائف تفسر وجوده وأهميته في الاقتصاد الوطني؛ وتتجلى أهمية سوق المال بالوظائف التالية¹:

أ-تقوم السوق بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيلة بين المقرض والمقترض فهي تساعد بفعالية على ترصيد رأس المال من خلال الاستخدام الأفضل للموارد.

ب-توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال.

ج-إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية الموجودات المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هجت الأسواق.

د-توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروة.

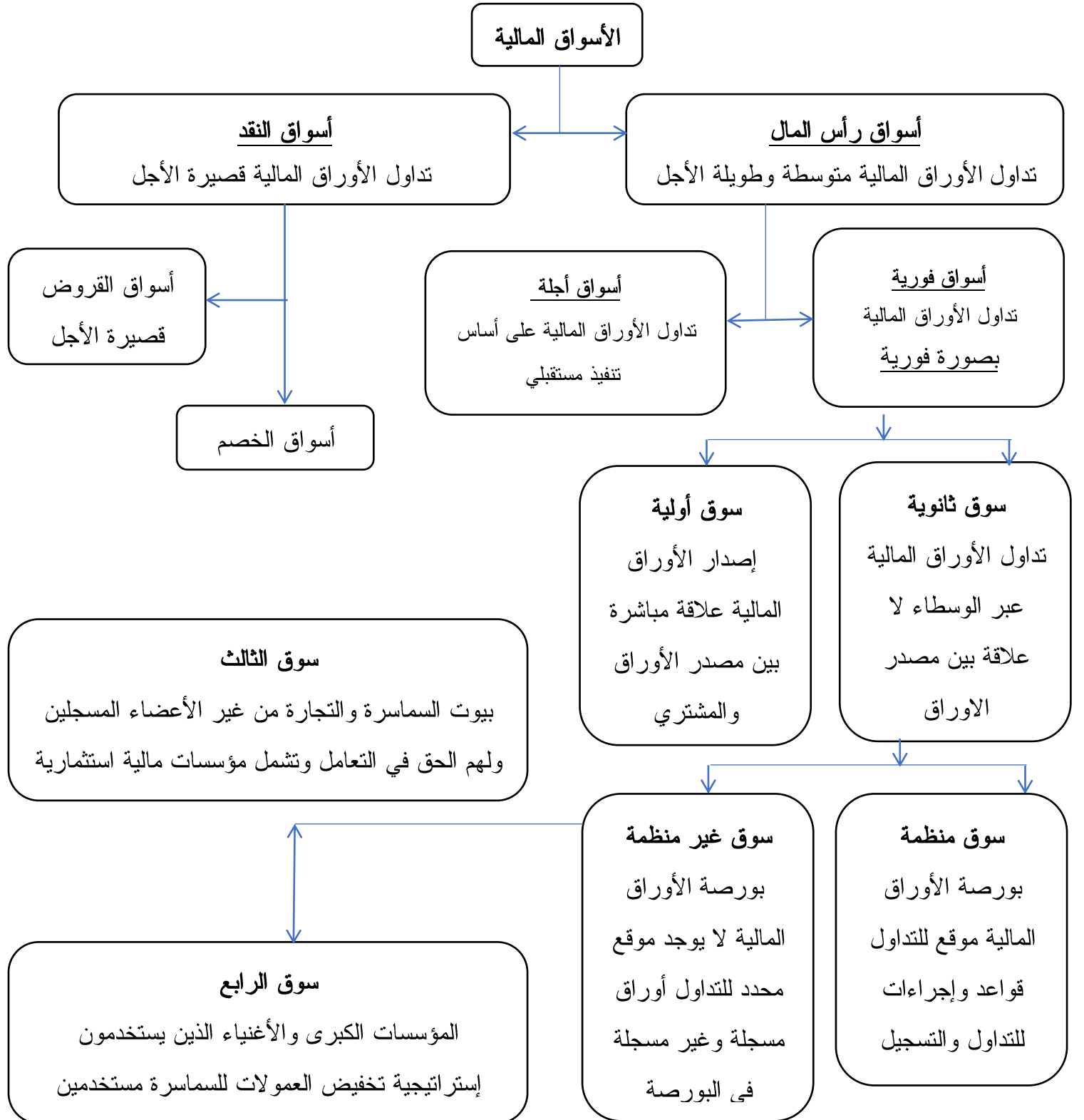
ه-كما تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات، ولها دور هام في القطاع المالي ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، وكذا مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتقادي التقلبات العنيفة فيها.

و-كذلك تقوم بتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر إما من خلال توفير خدمات التأمين أو من خلال فرص بيع وشراء الأصول المالية المستقبلية لتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة.

¹ طاهري عبد الله، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطويره، المرجع السابق، ص 11.

إن الأسواق المالية هي الدافع الرئيسي في الاقتصاد؛ حيث أن من خلالها تستطيع الحكومة تنفيذ سياستها النقدية وكذا النقود قيامها بوظائفها في التأثير على الأنشطة الاقتصادية كما تتبع أيضا بشكل عام الدور الأساسي التي تلعبه في حياة الأفراد من جميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص فهي تساعد بدورها على نقل مداخلات الأفراد والمؤسسات وحدات الفائض (إلى المستثمرين أفراد ومؤسسات وحكومات) وحدات العجز (وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهرية لصحة الاقتصاد ولنموه وحيويته).

الشكل رقم 04: أقسام الأسواق المالية



المصدر: مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، 2015/2014، ص

المطلب الثاني: التعريف العام للسوق المالية الإسلامية.

نظراً للدور الحيوي والمهم الذي تتسم به الأسواق المالية الإسلامية خاصة في دفع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، لذلك فقد تطرقنا إلى مفهوم السوق المالية الإسلامية، ومن أهمها ما يلي :

أولاً: مفهوم السوق المالي الإسلامي سنقوم بسرده مختلف التعاريف كالتالي¹ :

أ- عرفها أحمد محي الدين أحمد بأنها: "سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".

ب- أما أحمد السعد فيرى بأنها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".

ج- يرى كمال حطاب أن السوق المالية الإسلامية: تعتبر فرصة مهمة جداً لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعاً ومشروعية، كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع .

ومن مجمل هذه التعاريف يمكن توضيح الجوانب المختلفة للسوق المالية الإسلامية كما يلي:²

1- تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام، إذ أنها تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات، من أصحاب الفائض التمويلي (المستثمرون) وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي (المدخرون) من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها (مع الاستعانة بالوسطاء)؛

2- ينبغي أن تكون الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية الإسلامية، تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً، كالأسهم العادية مثلاً، في حين لا يجوز التعامل بالسندات لاشتغالها على الفائدة الربوية؛

3- ينبغي أن تكون كل العمليات والمعاملات التي تتم في السوق المالية الإسلامية، خالية من كافة المحاذير الشرعية، كالغش والجهالة والغرر والاحتكار والمقامرة... إلخ؛

¹ شافية كتاف، الأدوات المالية الإنسانية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013، ص 07.

² شافية كتاف، الأدوات المالية الإنسانية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 09.

4- تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربوي لمدخراتها إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربوي لمشاريعها فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها.

ثانيا: أهمية السوق المالية الإسلامية

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ولذلك فهي تحظى بأهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدول الإسلامية، ومما يؤكد أهميتها ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (6/10/61) أن: "الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما اتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية..."، وتكمن أهمية السوق المالية الإسلامية في العناصر التالية:¹

أ-تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتتزة؛ وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى تتجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها، ينبغي أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تتسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولذلك ولأجل كسب ثقة هؤلاء المستثمرين في هذه السوق، لا بد من احتوائها على هيئة رقابة شرعية تضمن التزام كافة أنشطة السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي نفس الوقت تكفل حماية حقوقهم من خلال مختلف التشريعات والقوانين التي تصدرها وتنفق وأحكام الشريعة.

ب-التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي: تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول، كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضا في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي، وقد زاد الاهتمام بهذه السوق في

¹ شافية كتاف، الأدوات المالية الإنسانية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 22.

السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالغة لعلاج مشاكل التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي، حيث أن التنمية الاقتصادية تتطلب تجميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل والبديل الأفضل، الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

ج- إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج: يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم بدور بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقلل من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف وبالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، يمكن القول أن هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أعيد تدويرها، مثل مشاريع الصناعات البترولية في المملكة العربية السعودية والمشاريع الزراعية في العراق وسوريا ومصر والجزائر ومشاريع الثروة الحيوانية في السودان وليبيا وصناعات المطاط في ماليزيا وإندونيسيا... إلخ.

د- من خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن للمصارف الإسلامية استثمار الأموال المخصصة لمشاريع معينة لفترات قصيرة حتى حلول موعد استخدامها في تلك المشاريع، كما تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية أيضا على بيع بعض الحقوق التي لديها عند حاجتها للسيولة، سواء كان ذلك للوفاء بالتزاماتها أو لاستخدام هذه السيولة في مشاريع واستثمارات جديدة.

هـ- وفي نفس الوقت وبما أنّ المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية هدفها خلق المزيد من الثروة الحقيقية في المجتمعات الإسلامية من خلال المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعتبر رافدا من روافد التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، وذلك من خلال السماح للاستثمارات الكبيرة الحجم أن تتساق وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الاقتصادي في هذه البلدان، وعليه يمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللاربوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، ويمكنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية.

ثالثا: وظائف السوق المالية الإسلامية

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، وتحتل هذه الأسواق بالمكانة والاهتمام المتزايد من خلال ما يمكن أن تقوم به من وظائف مختلفة وأدوار متعددة ويمكن توضيح أهم الوظائف فيما يلي:

أ- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد

تلعب السوق المالية الإسلامية دورا هاما في منع كل أشكال التعامل الربوي والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، كما أنها تقوم بدور فعال في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل المباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة مع أحكام الشريعة، وعليه يمكن لسوق المالية الإسلامية ومن خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي:¹

1- منح الفرصة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو توسع فيها، وهي بذلك تشجع ادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين ، بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل؛

تعتبر أداة لتوجيه المدخرات في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية كسراء على سبيل المثال عقارات أو الذهب واستثمارها استثمارا حقيقيا في مختلف الدول الرأسمالية المنتجة؛ تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدولة بالاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها.

ب- توفير السيولة

من خلال السوق المالية الإسلامية يمكن لمستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن بأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أن السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة حرة، بحيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضا لشرائها ولا تسيطر على هذه السوق فئة معينة.

تظهر أهمية سيولة السوق المالية الإسلامية بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تقوم بتوظيف أموالها في استثمارات قصيرة الأجل على حساب استثمارات طويلة الأجل، التي لا تحظى باهتمام كبير على

¹ جريبي خالدية، بلعباس خيرة، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر، مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر ل م د في العلوم المالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيمسبيلت، 2018/2019، 62.

الرغم من ضرورتها وأهميتها لتحقيق مشاريعها وأهداف التنمية، لأن دخولها في استثمارات طويلة الأجل يعني تجميدها لأموال لفترة طويلة وعدم قدرتها على تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها وذلك في ظل عدم وجود سوق مالية إسلامية، تضمن سرعة وسهولة تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل بأفضل سعر ممكن وبأقل تكلفة ممكنة في أي وقت، لذلك فإن وجود سوق مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وتتوفر فيها السيولة، سيساهم في تدعيم الاستثمار طويل الأجل، مما ينعكس إيجابيا على النمو الاقتصادي من ناحية وعلى المستوى المعيشي للأفراد من ناحية أخرى.

ج- السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية

1- تتميز السوق المالية الإسلامية بالشفافية الصفقات مما يجعل أسعار الأوراق المالية قريبة من القيمة الحقيقية لها، أي تحديد الأسعار يتم على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضات أو المزايعة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى دقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى أن الشركات والجهات الاقتصادية تقوم بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية مما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض)، وتقوم إدارة السوق بنشر أسعار الأوراق المالية ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.¹

بالإضافة إلى تحديد الأسعار، فإن السوق المالية الإسلامية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فهي تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات إذا تلتزم قوانين ولوائح السوق المالية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات والمشروعات مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

د- تنويع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول

تعمل السوق المالية الإسلامية على تنويع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنع كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

¹ جريبي خالدية، بلعباس خيرة، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر، المرجع السابق، ص 63.

رابعا: خصائص السوق المالية الإسلامية

إنّ المناداة إلى إقامة سوق مالية إسلامية من قبل الفاعلين في الدول الإسلامية لم يكن رغبة لاستحداث جهاز مالي جديد بقدر ما هو انتفاضة في وجه المعاملات الربوية القائمة في الأسواق المالية التقليدية، ومحاولة لتجنب هذه المعاملات واستبدالها بأخرى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهكذا تبلورت المميزات الخاصة بالأسواق المالية الإسلامية، فأصبحت للسوق المالية الإسلامية مميزات وخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية:¹

أ- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية : تتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي، حتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة بحيث يجب إصدار أدوات مالية إسلامية تتضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

1- تعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنها: "صكوك تمثل حصة شائعة في مال جمع بقصد استثماره للحصول على ربح، يصدرها الشخص المستثمر بصفته مضاربا، أو يصدرها آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقود".

2- وتعرف أيضا بأنها صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معيّن أو مشروعات متعددة، تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة، وتتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد".

ولكي يكون للسوق المالية الإسلامية أسس متينة تمكنها من مسايرة التطورات الاقتصادية العالمية وتستطيع من خلالها منافسة الأسواق التقليدية خاصة في حالة وجود الأزمات، لا بد من وجود أدوات مالية إسلامية خاصة بها يراعى فيها بعض الشروط والأحكام التي تسمح باستقطاب المزيد من المتعاملين من المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات بعيدة أن الأشكال التقليدية من أدوات الدين والمديونية، وتولى فيها الأهمية لأدوات الملكية والمشاركة بالإضافة إلى أدوات المساهمة في المشاريع الاستثمارية.

ب- خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحاذير الشرعية : قيام السوق المالية الإسلامية على أحكام الشريعة جعل خلق عملياتها من المحظورات الشرعية من أهم الخصائص التي تميزها عن الأسواق التقليدية، ومن أهم ما يجب أن يتوخاه المتعاملون في السوق المالية الإسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر التدليس، القمار والميسر، بيع

¹ صابر رشيد، آليات ومتطلبات التحول من أسواق مالية تقليدية إلى أسواق مالية إسلامية - دراسة تجارب-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، ص 177.

الدين...الخ، ولذلك فإن السوق المالية الإسلامية لا تقيّد فيها إلا الشركات التي لا تتعامل بالمحرمات بيّعا وشراء ولا بالفوائد أخذا وعطاء، أي أنّها سوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنه يحظر التعامل أو المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً، مثل الخمر وما يأخذ حكمها، تجارة وصناعة لحوم الخنازير، الشركات التي تعمل أنشطة الملاهي والمراقص والنوادي الليلية، المصارف والمؤسسات المالية ذات النشاط الربوي... الخ ، وفي هذا الإطار ناقش مجمع الفقهي الإسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة من 7- 12 ذي القعدة 1412هـ الموافق لـ 9-14 ماي 1992 م مسألة المساهمة في الشركات وجاء في قراره رقم 63 (1/7) ما نصه:

- 1- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض مشروعاً أمر جائز.
- 2- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي، محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.
- 3- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ، ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعاً.

ج- خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: من بين الأجهزة الخاصة التي تتفرد بها المؤسسات والهيئات المالية الإسلامية عن مثيلتها من المؤسسات والهيئات المالية التقليدية هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد ركائز عمل المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، بحيث تتولى هذه الهيئات مراقبة عمل المؤسسات المالية ومدى التزامها بأحكام الشريعة، وبالتالي تمنعها من الانحراف عن الأسس التي قامت عليها، وللإحاطة بالمهام المنوطة بهيئات الرقابة الشرعية يكفي الإطلاع على بعض التعريفات التي ذكرت في ذلك.

1- بحيث عُرفت بأنّها : "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها ، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات".

2- عرفت أيضاً بأنها : " هيئة للتأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى ملزمة لتلك المؤسسات".

ومن خلال التعريفين السابقين لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية يمكن تحديد المهام الرئيسية لهذه الهيئة، نذكر أغلبها فيما يلي:

- 3- إن وجود هيئة للرقابة الشرعية بالأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، سيعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، الاطمئنان بأن جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية .

تقوم السوق المالية الإسلامية على قواعد وأسس وضوابط السوق ط شرعية عكس السوق المالي التقليدي وهذا ما يجعل منها مميزة.

أولاً: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

يوجد مجموعة من الضوابط الشرعية اللازمة لتحقيق استقرار ونماء أسواق الأوراق المالية، ومن هذه الضوابط نذكر:¹

أ- حرية التعاقد:

ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين قال عز وجل: " يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم " (النساء، الآية 29).

ب- تحريم الربا:

أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ، قال تعالى: (الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ) ، وقال تعالى (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا) (البقرة الآية 278).

ومن معاملات أسواق الأوراق المالية التي يظهر فيها الربا جلياً، "الشراء بالهامش"، والذي يعني قيام المستثمر بشراء أوراق مالية يدفع جزء من قيمتها من ماله الخاص، والباقي يقترضه من بنك أو سمسار مقابل فوائد.

ج- تحريم الغرر:

يطلق الغرر على البيوع التي تتضمن جهالة وخداع مما قد يلحق الضرر بأحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله أو هو بيع الأشياء الاحتمالية غير المحققة الوجود أو الحدود والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، وقد نهى عنه الشارع الحكيم، فعن أبي هريرة رضي الله عنه قال " نهى الرسول صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصة وبيع الغرر " .

ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في الصفقات التي تعقد دون إحضار الأوراق المالية محل التعاقد مثل عقود المشتقات والتي يتم التعامل بها بهدف الاستفادة من فروق الأسعار دون وجود رغبة تسليم الثمن لدى المشتري ولا رغبة تسليم الأوراق المالية من طرف البائع، ويؤجل دفع الثمن في العقود الأصلية إلى موعد التسوية ولا يدفع في مجلس العقد.

¹ شرياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس أسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمية، 2018، الجزائر، ص 96.

د- حرية المنافسة ومنع الاحتكار والنجش¹:

1-الأصل في الإسلام أن لا يتم التدخل لتحديد أسعار السلع المتداولة في الأسواق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام قائم على الحرية وصحة ما يتفق عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق، إضافة إلى الضرر الذي قد يتعرض له أصحاب السلع المتداولة.

2-وتظهر حرية المنافسة في أسواق الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب لتحديد على أساسها أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في هذه الأسواق أما الاحتكار فيعني شراء الشيء وحبسه ليقبل بين الناس فيغلو سعره ويصيبهم بذلك الضرر، وقد حرم الشارع الاحتكار ونهى عنه لما فيه من الجشع والطمع وسوء الخلق والتضييق على الناس فقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن ذلك بقوله " الجالب مرزوق والمحتكر ملعون". وقال " لا يحتكر إلا خاطئ "

ويظهر الاحتكار في سوق الأوراق المالية في عمليات الإحراج التي يسعى المضاربون من خلالها لجمع وحبس الأوراق المالية من النوع الواحد ثم التحكم في أسعارها، واستغلال حاجة المتعاملين إليها تعاملًا أجلًا للوفاء بالتزاماتهم.

3-من جهة أخرى حرم الإسلام النجش الذي يعني محاولة رفع الأسعار من خلال اصطناع طلب وهمي، كان يعطي الرجل سعرا للسلعة وهو لا يريد شراءها، وذلك حتى يقتدي به السوام فيغرر بالمشتري لشرائها، فعن ابن عمر أن النبي صلى الله عليه وسلم " نهى عن النجش".

4-المطلوب في السوق الحر أن يكون العرض والطلب حقيقي وغير زائف وخال من أية عناصر مفتعلة ويحصل النجش في سوق الأوراق المالية عن طرق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في العرض والطلب على الأوراق المالية داخل السوق واستغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق.

ه- الإفصاح عن المعلومات ذات العلاقة بشكل دقيق وكاف ومتساو:

أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول صلى الله عليه وسلم" البيعان بالخيار ما لم يفترقا أو قال حتى يفترقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم"، وهنا صدقا وبينا تفيد ضرورة الإفصاح والبيان، فالغش في إعطاء معلومات عن سعر السلعة وأية معلومات تتعلق بقيمتها محرم، وأكد علماء الإسلام على أن أية عملية تعاقد يجب أن تخلو من الغش والجهالة.

فالإفصاح وبشكل دوري عن المراكز المالية للشركات أصبح أمرا ضروريا، ويكون الإفصاح من خلال نشر القوائم المالية للشركة وإطلاع المساهمين عليها، والرقابة عليها من خلال مكاتب المحاسبة،

¹ شرياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس أسواق مالية، المرجع السابق، ص 97.

وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق ومشاكل التسويق بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملاءمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته.

و- تحريم القمار والميسر:

إن الغرر المفرط يماثل القمار، وقد حرم القرآن الكريم والسنة النبوية الربح الناتج عن لعبة الحظ وهو ما يعرف بالميسر، يقول عز وجل " يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه. إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فصل أنتم منتمون "، وللإشارة فإن مصطلح المضاربة المستخدم في أسواق الأوراق المالية يتعلق بأي عملية يغيب عنها بشكل كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم تأكد مفرطة فإن الأمر يتعلق بمضاربة مماثلة للعبة الحظ أو القمار وبالتالي تكون محرمة.¹

فبفعل نشاط المقامرين يتحول النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها العوضين الثمن والسلعة، سعياً وراء الاستفادة من تغيرات أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً وانخفاضاً.

¹ شرياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس أسواق مالية، المرجع السابق، ص 98.

المبحث الثالث: الإطار العام للتنمية الاقتصادية.

التنمية عمل تقدمى ذلك أنها تهدف إلى الرفاهية والارتقاء بالمجتمع وهي تطوير الإنسان لموارد ومؤسساته ككل، أي أنها تطوير لكافة بنى المجتمع في الوقت الحاضر ومحاولة لأن يمتد ذلك إلى المستقبل عن طريق استدامة هذه التنمية، ولتحقيق ذلك وجب توفير التمويل اللازم لها عن طريق مصادر مختلفة وبأنظمة متعددة، ولتوضيح ذلك ارتأينا إبراز هذه النقاط ضمن هذا المبحث.

المطلب الأول: مفاهيم حول النمو والتنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة.

عليه بشأن التنمية الاقتصادية ولدى البعض اختلاف الاقتصاديون في تحديد مفهوم يتفق - اتجاهات الاستعمال عدة مصطلحات مثل النمو والتغيير طويل الأمد، في حين يرى البعض أن هناك اختلافا بين مدلول التنمية الاقتصادية وغيرها من المصطلحات ذات الصلة والتي سوف نفصل في كل منها على حدى.

أولاً: النمو الاقتصادي.

يعني النمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة في الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن ومتوسط الدخل الفردي يساوي الدخل الكلي مقسوماً على عدد السكان، أي أنه يشير إلى نصيب الفرد في المتوسط من الدخل الكلي للمجتمع وهذا يعني أن النمو الاقتصادي لا يعني مجرد حدوث زيادة في الدخل الكلي أو الناتج الكلي إنما يتعدى ذلك ليعني حدوث تحسن في مستوى مجنة الفرد ممثلاً في الزيادة تصيبه من الدخل الكلي وبالطبع فإن هذا لا يحدث إلا إذا فاق معدل الدخل أو الناتج الكلي معدل النمو السكاني ومما سبق فإن معدل النمو الاقتصادي = معدل النمو الدخل الكلي / معدل النمو السكاني.¹

ثانياً: مفهوم التنمية الاقتصادية :

من الصعب وضع تعريف شامل للتنمية الاقتصادية ويعود هذا السبب لاختلاف طبيعة الدول وأنظمتها الاقتصادية لذا نستعرض بعض التعاريف حول التنمية الاقتصادية :

التنمية الاقتصادية هي مجموعة السياسات التي يتخذها مجتمع معين وتؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي إستناداً إلى قواه الذاتية، مع ضمان تواصل هذا النمو وتوازنه لتلبية حاجات أفراد المجتمع، وتحقيق أكبر قدر ممكن من العدالة الاجتماعية.

ثالثاً: تعريف التنمية المستدامة :²

إن التنمية المستدامة لا تمثل ظاهرة أو اهتمام جديد حيث أن الاهتمام بالبيئة والحفاظ على الموارد وتنميتها كان من الأهداف التي سعى إليها الناس في الحضارات القديمة، والتنمية المستدامة تهدف إلى توفير الرفاهية الاقتصادية لأجيال الحاضر والمستقبل الحفاظ على البيئة وصيانتها، وذلك بتحقيق تنمية اقتصادية

¹ فتيحة عبايسة، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، جامعة أم بواقي ، 2012، ص 35.

² فتيحة عبايسة، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، المرجع السابق ، ص 36.

ومستوى معيشي لا يضعف من قدرة البيئة على توفير احتياجات السكان في المستقبل، وهذا ما أقره مؤتمر الأمم المتحدة للبيئة والتنمية الذي انعقد في ريو دي جانيرو عام 1992، من خلال ما سبق وبوجه عام تعرف التنمية الاقتصادية بأنها العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل ومتواصل مصحوب بالزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسن في نوعية الحياة وتغيير في الإنتاج " و من خلال هذه التعاريف يمكن استنتاج الأبعاد المختلفة للتنمية الاقتصادية:

أ- أن يكون التغيير في حجم النشاط الاقتصادي بالزيادة ؛

ب- تعتبر عملية التنمية عملية شاملة ومستمرة ؛

ج- أن تستفيد عملية التنمية بالدرجة الأولى على القرى الذاتية للمجتمع؛

د- أن تضمن عملية التنمية تحقيق نمو متواصل ومستمر من خلال تجدد موارد المجتمع بدلا من استنزافها؛

ه- أن تحقق توازنا بين قطاعات المجتمع الاقتصادية وأقاليمه الجغرافية، تلبي حاجات الغالبية العظمى الأفراد المجتمع وتقوم بنقله نحو الأحسن مع الإنتفاع من أن تحقق قدرا أكبر من العدالة بين أفراد المجتمع تهدف التنمية إلى تنمية الموارد والإمكانات الداخلية للمجتمع.

رابعا: التخلف الاقتصادي.

اختلفت التعاريف حول التخلف الاقتصادي ما بين المفكرين الاقتصاديين، فكل واحد منهم يركز على بعض الخصائص باستثناء الأخرى، ويمكن إبراز التعريفين التاليين :

يمكن تعريف التخلف الاقتصادي بأنه الظاهرة التي تتسم بها بعض المجتمعات المتخصصة في النشاط الزراعي والاستخراجي بما يستتبعه ذلك من تبعية اقتصادية للخارج والتي لا تستغل فيها الموارد استغلالا كاملا، بما يفرضي إليه من ضالة نسبية في الإنتاج والدخل القومي ومن ضالة نسبية في متوسط دخل الفرد، وقد تكون الدولة متخلفة لنقص الطلب الكلي فيها أو لفقير مواردها الطبيعية أو عدم استغلالها الاستغلال الأمثل، أو لتخلف إطارها التنظيمي أو لنقص المهارة الفنية أو لقلّة رأس المال فيها أو لكل هذه الأسباب مجتمعة أو بعضها.¹

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم بواقي، 2013، ص 45.

المطلب الثاني: نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية.

حيث تنوعت النظريات الاقتصادية، أهمها:

أولاً: نظريات التنمية الاقتصادية.

ويمكن استعراض أهم الاتجاهات فيها :¹

أ- أن القاسم المشترك للنظرية التي غطت الفترة من ادم سميث وحتى المدرسة الكنزوية هو التركيز على أهمية التراكم الرأسمالي في عمليات النمو الاقتصادي.

ب- بين الاقتصاديون الكلاسيك كيف أن التنمية الاقتصادية يمكن أن تعاق بسبب الضغوط السكانية مقترنة بندرة الموارد الطبيعية أضاف النيوكلاسيك إلى آراء الكلاسيك وحسنوها فيما يتعلق بتحليل عملية الادخار والاستثمار واستشفاف مسألة تشابك مضاعفات عملية التنمية

ج- أما كارل ماركس: يؤكد أن علاقات الإنتاج في ظل النظام الرأسمالي يتعرض مع التقدم التكنولوجي والذي يتولد في ظل هذا النظام، سوف يتعرض لكساد دوري ثم لركود حتمي.

د- إن تحليل ماركس له أهمية من حيث انه أشار إلى التكاليف الباهظة والمتكررة لعملية النمو في ظل النظام الرأسمالي والتي تتمثل في صورة التمزق الاجتماعي والاقتصادي الذي يحل بالمجتمع تأتي أهمية دراسة نظرية شومبيتر بسبب إضافته الهامة التي تمثلت في إبراز دور المنظم في قيادة عملية التراكم هذه أما كينز، فأهمية تحليله تبرز في مجال دمج نظرية أفضل عن الطلب الكلي مع نظرية التنمية الاقتصادية.

ه- لقد حاول عدد من المحليين إن يطبق بعض النظريات الأساسية للتنمية على الحالات الخاصة للدول النامية في عالم اليوم. غير أنه قد برزت بعض الإضافات الجديدة والهامة في مجال الإسهام في تحقيق تفهم أفضل لعمليات الإنماء الاقتصادي وللمعوقات التي تواجهه.

ثانياً: استراتيجيات التنمية الاقتصادية.

هناك نوعين من الاستراتيجيات للتنمية الاقتصادية منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وهما : إستراتيجية النمو المتوازن وإستراتيجية النمو غير المتوازن نلخصها فيما يلي² :

أ- إستراتيجية النمو المتوازن

يعتبر روزنشتين رودان وراجز نيركسه من أهم مؤيدي الدفعة القوية في إطار النمو المتوازن.

1- روزنشتين رودان والدفعة القوية : يضع روزنشتين رودان عدة اعتبارات لتأييد وجهة نظره في الدفعة القوية في إطار النمو المتوازن. وأهم عامل يعتمد عليه في وضع هذه الاعتبارات هو مبدأ الوفورات

¹ مصطفىاوي سفيان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية من 2013 - 2015، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أدرار، 2017، ص 38.

² مصطفىاوي سفيان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية من 2013 - 2015، المرجع السابق، ص 39.

الخارجية كما يمكن تلخيص أهم الاعتبارات التي استند إليها روزنشتين ورودان لتأييد فكرته عن الدفعة القوية.

1-1- أهمية رأس المال الاجتماعي وعدم قابليته للتجزئة : تعتبر مشروعات رأس المال الاجتماعي كمشروعات النقل والمواصلات والإسكان والطاقة.... الخ، وتتطلب هذه المشروعات كميات كبيرة من الاستثمارات بالإضافة إلى أنها لا بد أن تسبق في إنشائها المشروعات الإنتاجية الأخرى كالصناعة والزراعة.

-تكامـل الطلب : ويرجع هذا العامل إلى عاملين أساسيين هما :

- ضيق نطاق السوق ؛
- الوفرة الخارجية؛

1-2- أهمية حجم المدخرات : أن عدم قابلية الادخار للتجزئة يعني أنه في حين يتميز عرض الادخار بالبلدان النامية بصغر حجم المرونة السعرية أي مرونة عرض الادخار بالنسبة لسعر الفائدة، فإنه يتم بارتفاع المرونة بالنسبة للتغير في الدخل.

-كما فرق رودان بين ثلاثة أنواع من عدم التجزئة، والتي ينجم عنها وفورات خارجية :

عدم التجزئة في دالة الإنتاج، عدم التجزئة في دالة الطلب، وعدم التجزئة في جانب العرض للمدخرات.

2- يركسه من أهم مؤيدي إستراتيجية النمو المتوازن : وهو صاحب الحلقة الفقر المفرغة التي يقر فيها أن الدول الفقيرة ستظل كذلك، لكون أن الفقر سبب لعدم الادخار الذي هو سبب لعدم الاستثمار الذي هو سبب لاستمرار الفقر وبالتالي يرى نوركس أن هذه الحلقة لا يمكن كسرها إلا بتوسع السوق الذي، يقتضي أن تكون الاستثمارات موزعة على كل قطاعات وأنشطة الاقتصاد الوطني حتى يجد كل نشاط سوقا واسعا لمنتجاته مما يسمح لكل قطاع بخلق التراكم الذي يؤدي إلى المزيد من التوسع...

2-1- إستراتيجية النمو غير المتوازن :

تأخذ إستراتيجية النمو غير المتوازن اتجاها مغايرا لفكرة النمو المتوازن حيث أن الاستثمارات في هذه الحالة تخصص لقطاعات معينة بدلا من توزيعها بالتزامن على جميع قطاعات الاقتصاد الوطني وفقا لهيرشمان فان إقامة مشروعات جديدة على ما حققته مشروعات أخرى من وفورات خارجية إلا أنها تخلق بدورها وفورات خارجية جديدة يمكن أن تستفيد منها وتقوم عليها مشروعات أخرى تالية يجب أن تستهدف السياسات الإنمائية ما يلي :

-تشجيع الاستثمارات التي تخلق المزيد من الوفورات الخارجية الحد من المشروعات التي تستخدم الوفورات الخارجية أكثر مما تخلق منها.

-النمو المتوازن هو عكس النمو غير المتوازن تستند هذه النظرية على حقيقة أن حلقة الفقر المفرغة ترتبط بصغر حجم السوق المحلي تواجه هذه الاستراتيجية بنقد أساسي يتضمن عدم توفر المواد اللازمة لتنفيذ هذا القدر من الاستثمارات المترامنة في الصناعات المتكاملة خاصة من حيث الموارد البشرية والتمويل والمواد الخام.

-أما المؤيدون لهذه الاستراتيجية فإنهم يفضلون الاستثمارات في قطاعات أو صناعات مختارة بشكل أكثر من تأييدهم للاستثمارات المترامنة.

المطلب الثالث: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي .

يمكن تفصيل الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني الكلي والجزئي فيما يلي :

أولاً: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي (الوطني):

تؤدي بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي عدة وظائف, يمكن إجمال أهمها فيما يلي¹ :

أ- إيجاد سوق مستمرة وحررة لبيع وشراء الأوراق المالية بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغيير النوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسيل الأصول المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبإدني تكلفة ممكنة .

ب- إعطاء مؤشر يوحى عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات. وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

ج- استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد .

د- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها.

هـ- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدول وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة .

و- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقاً لقوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي .

ز- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية وشركات والمصارف غالباً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة وهذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي ولهذا فإنها باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل النقد السائل .

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم بواقي، 2013، ص 82.

ح-تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك بيع وشراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش .

ثانيا: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد والمؤسسات).

تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد والمؤسسات تتمثل في عدة وظائف تكمن إجمالاً أهمها فيما يلي¹ :

أ- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب .

ب- بيع الحقوق وشرائها: فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المسا بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات... الخ .

ج-توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار .

د- توفير قنوات سليمة للاستثمار: وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

هـ- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة .

و-التأمين ضد تقلبات الأسعار: يستفيد من البورصة التاجر والصانع والزراع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التغطية بالمضارب مثلاً : يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

ز-إيجاد مجال للمضاربة : أن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناءً على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في البورصة ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار .

ح-تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فأن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد. وتعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول .

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، ص 83.

ثالثاً: دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية:

إن السوق المالي ذا أهمية مالية واقتصادية هامة؛ حيث لا يمكن إحداث التنمية في غيابها وذلك للأسباب التالية¹ :

أ-تعد السوق الأولية أحد آليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات العجز في الموارد المالية .

ب-تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف .

ج-تعد السوق الأولية مصدراً رئيسياً لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية .

د-إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية هي ليس نقص مدخرات ولكن مشكلة توجيه هذه المدخرات .

ه-إن الشركات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هيكلها التمويلية ليس أمامها إلا الاتجاه إلى احد المصدرين أما أولاً: سوق النقد أو ثانياً: سوق رأس المال.

1- سوق النقد:

و يطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي بحكم تخصصها في إقراض النقود أو التجارة في الديون بتمويل منشآت بما تحتاجه من قروض وعلاقتها بالعميل في هذه الحالة هي علاقة الدائن بالمدين وتتحمل المنشآت المقترضة بثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفاً حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو خسارة .

2- السوق الأولية :

تلجأ المنشآت (تحت التأسيس) إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال وطرحها للاكتتاب العام، بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها ذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية وسواء كان ذلك لمواجهة أي برامج توسعية أو عمليات إحلال وتجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير .

وقد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري . كما أن أسباب التي تدفع المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون والتي قد تقوم بحملها وتعجز عن سداد أقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجأ إلى احد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال:

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، ص 83 ص 84.

2-1-زيادة رأس المال لمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية .

2-2- تحويل جزء الاحتياجات إلى رأس المال .

2-3- تحويل السندات إلى أسهم .

رابعاً: دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادي

هناك إجماع بين أخصائي الاستثمار والتمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسيير الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات .

و نظراً لقيام السوق بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداد لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها كاملاً إن المستثمرين تغمرهم من بوسعهم تسيل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة وبأدنى تكلفة ممكنة وأعلى سعر الثقة أن في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية والهيكلية وممكن وذلك في التشغيلية .
و عليه يمكن أن نخلص إلى¹ :

أ-إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن الساحة النشاط الاقتصادي وخاصة في زماننا المعاصر يعنى إصابة الجهاز الإنتاجي بالفشل والشلل وتراجع المستثمرين عن الاستثمار والتوقف عن إنشاء المشروعات وتوقف عمليات الإنماء الاقتصادي ومن خلال هذا يمكن أن نؤكد معه أنه لا وجد لشركات المساهمة في غيبة أسواق الأوراق المالية كما انه لا قيمة لهذه الأسواق في غيبة شركات المساهمة فكل منهما لازم من لوازم بقاء الأخرى. إن في حالة السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فإن ذلك البائع ما كان ليقدم على البيع لو كان استثماره في تلك الفرص البديلة المتاحة .

ب-أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فإن ذلك يعني ببساطة أن البائع للسهم قد توصل إلى قناعة بأن المنفعة من استهلاك ثمن الأسهم أكثر منفعة من الصبر عليها والانتقاء باستهلاك العائد السنوي، في المنظور الوطني هذا الوضع لا يختلف عن إقدام أحد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدل من شراء أسهم وهذا قرار مشروع مألوف .

خامساً: دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي :

أ- أن أسواق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في عجلة النمو الاقتصادي حيث يؤدي وجودها إلى التقليل من كلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار بطرق إنتاجية.
ب-كما تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق مناظرة في الاستثمار لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون وبالتالي تنويع محافظهم الاستثمارية وكذلك أسواق الأوراق المالية عالية السيولة تمكنها من تحسين الرقابة على إدارة الشركات فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدي بلاك إلى دفع عملية النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال شركات التأمين صناديق الاستثمار

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، ص 84 ص 85.

(البنوك.....) ومنشأ أو أصل هذا الارتباط هو انه مع زيادة معدلات النمو يزيد كل من الادخار والاستثمار وبالتالي هذا يؤدي إلى التحصيل الكف، لرؤوس الأموال ولنشاط ويرجع ذلك إلى عدة مبررات أهمها .

1-1- القطاع المالي هو المسئول على نقل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى ذات العجز في الاقتصاد وبالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال وذلك عن طريق :

1-1- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص المواد فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات وتقييم المشروعات الاستثمارية. كذلك يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات وذلك للتأكد أن رؤوس الأموال توظيف بكفاءة إذن فإنها تجبر الشركات على الحرص من اجل مصالح المساهمين .

1-2- تحفز أسواق الأوراق المالية المستثمرين على الاستثمار بأساليب تتطوي على درجة معينة من المخاطرة وبالتالي فهي تنقل الاقتصاد إلى الاستثمارات ذات عائد أكبر وأعلى .

2- وكذلك تؤدي أسواق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات :¹

1-2- تعمل على التقليل من درجة المخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق ذلك بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد والمستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت وأخر وذلك بسعر السوق ،أي أن الشركات التي يكون أداؤها جيد تدفع بأسعار أسهمها إلى الارتفاع ويساعد ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشاد بأسعار السائدة، وبالتالي يعمل السوق على التخصيص الكفؤ للموارد .

2-2- يتحكم القطاع المالي في كمية الموارد التي توجه إلى التكوين الرأسمالي وبذلك يكون القطاع المالي قادرا على الزيادة في معدل نمو الإنتاج وذلك من خلال دور سوق الأوراق المالية في الاستثمار .

2-3- يمثل عرض الأسواق المالية في سوق الإصدار الأولى الطلب على الاستثمار وهو يعتمد على وجود مناخ استثماري ملائم وفرص استثمارية جيدة وتزيد هذه الأخيرة من الناتج القومي، أما الطلب على الأوراق المالية فيقرره العائد النسبي على الأدوات المالية مثل ودائع بنوك ويعكس هذا العائد سعر الفائدة إضافة إلى عامل السيولة وعامل المخاطرة ودور سوق الأوراق المالية، كوسيط مالي يتمثل في تجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمار إما صورة اقرض (سندات) أو في صورة أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم).

2-4- إن الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية بصفة عامة ويسمى بأثر الثروة والاستثماري فأثر الثروة هنا يتمثل في الثروة التي تنتج عن ارتفاع قيمة الأسهم والتي يتم إنفاق جزء على الاستثمار يتحقق ذلك من خلال قدرة السوق الثانوية على توفير السيولة الكاملة للإصدارات الأولية لكل من أسهم وسندات وعليه توقع من المردود النسبي للأوراق المالية الأخرى .

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، المرجع السابق، ص 83.

2-5- وهذا العائد يعتمد أيضا على درجة المخاطرة كذلك. كما أن بورصة الأوراق المالية تعلن أسعار الإغلاق يوميا وبذلك توفر مؤشرا للشركات على التوسع في عملياتها عن مقدار التمويل الممكن الحصول عليه مقابل طرح أسهم وسندات جديدة وبالتالي اتخاذ القرار المناسب حول ملائمة توقيت التوسع ويعتبر سعرا الفائدة من الأجل الطويل والقصير من أهم أدوات تحليل سياسات بورصة الأوراق المالية.

خلاصة الفصل:

لقد قمنا في هذا الفصل بالدراسة النظرية للأسواق المالية كما استطعنا الخروج ببعض المفاهيم العامة وتقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق المالية، كما تم التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية للضوابط الشرعية التي تحكم السوق المالي الإسلامي، وفي الأخير توصلنا إلى دور هاته الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية.

الفصل الثاني:

التحول من السوق المالي
التقليدي إلى السوق المالي
الإسلامي

تمهيد:

الأسواق المالية الإسلامية كونها مؤسسات مالية فهي تحتاج إلى أدوات ومنتجات لتطورها؛ حيث وجب توافق هاته الأدوات مع الشريعة الإسلامية، واستحداث أدوات مالية أخرى كالصكوك الإسلامية التي تعد واحدة من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية؛ وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث ، المبحث الأول (مفهوم ودوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي) والمبحث الثاني (أدوات السوق المالي التقليدي)، أما المبحث الثالث (أدوات السوق المالي الإسلامي).

المبحث الأول: مفهوم ودوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي.

يعتبر التحول أو إنشاء سوق مالي من التحديات الكبرى التي تواجه الدول خاصة في تطبيق نظريات وضوابط الاقتصاد الإسلامي وجذب المستثمرين، وذلك لما له من أثر في جميع النواحي خاصة الاقتصادية والدينية.

المطلب الأول: مفهوم التحول للنظام المالي الإسلامي ودوافعه.

تمر عملية التحول بعدة مراحل أساسية ابتداءً من إنشاء سوق مالي إلى التحول إلى سوق مالي إسلامي

أولاً: مفهوم التحول للنظام المالي الإسلامي.

ليس التحول كلمات تقال ولا شعارات ترفع بل هو قبل ذلك وبعده قول وعمل تظهر ثمرته على أرض الواقع ويوثق القائمون عليه التزامهم من خلال تغيير عقدا لمصرف وتأسيسه إلى الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية والحصول على موافقة الجهات المختصة في ذلك، وبعد هذا لابد من إيجاد الآليات الكفيلة بتحقيق ذلك.¹

ولما كانت هذه المؤسسات قد ظهرت وتوضح عملها في الغرب وصُدّرت للدول الإسلامية كما هي عليه لديهم ربوية؛ كان لابداً للغيورين على دينهم أن ينهضوا بأعباء العمل وتحمل مسؤولياته، ففي الشريعة الإسلامية حلول ومقترحات تواكب الحياة مهما تطورت، وتدفع بمسيرة العمل نحو التقدم بعيداً عن الآثار الضارة التي يوجدها النظام الربوي اقتصادياً واجتماعياً ومدنياً ونفسياً، وأخلاقياً وروحياً.

والتحول في اللغة قال الجوهرى : التحول التنقل من موضع إلى موضع آخر ؛ والانتقال من حال إلى حال، والاسم الحول²، ومنه قوله تعالى: ﴿خَلِدِينَ فِيهَا لَا يَبْغُونَ عَنْهَا حِوَلًا﴾ (الكهف: 108)؛ أي: تحولاً وتغيراً وانتقالاً.³

أما في الاصطلاح فهو الانتقال من وضع فاسد شرعاً إلى وضع صالح شرعاً⁴، ويكمن الفساد في الوضع القائم المطلوب التحول عنه في التعامل بأنواع من المعاملات المصرفية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية وخاصة التعامل بالربا أخذاً وعطاء.

وبالتالي فإن مفهوم التحول هو انتقال الأسواق التقليدية من التعامل المحظور شرعاً إلى التعامل المباح والموافق لأحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يتم إحلال العمل المالي المطابق لأحكام الشريعة الإسلامية محل العمل السوقي المخالف لها، حتى تصبح جميع أعمال السوق وأنشطته خاضعة لقواعد وأسس الشريعة

¹ عبد الرزاق بوعيطة، التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2018، ص 80.

² عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، ط1، ج 3، جدة، 2002، ص 313.

³ حسنين محمد مخلوف، كلمات القرآن تفسير وبيان هيئة الإغاثة الإسلامية العالمية، المملكة العربية السعودية، 1995، ص 172.

⁴ الربيعة سعود محمد، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي ومقتضياته، جمعية إحياء التراث الإسلامي، الكويت، 1992، ص

الإسلامية. وهذا التحول يختلف من سوق إلى آخر تبعاً لاختلاف الدوافع الكامنة وراءه واختلاف مصدره، وهذا يستدعي التعرف على الدوافع الكامنة وراء التحول ومصادره، ومن ثم بيان أنواعه من حيث الشكل والأسلوب.¹

وعلى ذلك يمكن إعادة تلخيص المقصود بالتحول في هذه الدراسة بالآتي: "تغيير بورصة الأوراق المالية لجزء من أساليب عملها وأنشطتها وممارساتها، التي هي محل مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وإحلال أو إضافة الأساليب والأنشطة والممارسات، التي هي محل اتفاق لأحكام الشريعة الإسلامية، دون التوقف عن العمل، وذلك من خلال التدرج بحيث تصبح جميع أو أغلب أعمال البورصة وأنشطتها منسجمة وموائمة لقواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وضمن مبدأ الاستطاعة العامة، مع الإبقاء على ما لا يخالف أحكام الشريعة من الأساليب والأنشطة التقليدية المعتادة".²

ولكن هذا التحول حتماً له أشكال مختلفة تبعاً لاختلاف الدوافع الكامنة وراءه واختلاف الجهات المتخذة لقرار التحول، وهذا يستدعي التعرف إلى أبرز الدوافع والمبررات من وراء التحول، ومصادره.

ثانياً: دوافع التحول إلى سوق مالي إسلامي.

تتجه العديد من المؤسسات المالية التقليدية إلى التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتقديم منتجات إسلامية للعديد من الدوافع، ويصعب أن يتخذ قرار التحول هكذا جزافاً وبدون سبب، فلا بد من توفر خلفية ما من وراء قرار التحول، وبالتأكيد بأن الدوافع الكامنة وراء التحول تختلف باختلاف الجهة مصدرة القرار، لكنه وفي جميع الحالات مُبرر أو أفضل من الوضع السابق قبل اتخاذ قرار التحول للمؤسسة المالية أو التجارية، وبناء عليه يمكن التعرف إلى أبرز الدوافع التي تؤدي إلى تحول بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهي على تعددها يمكن إرجاعها إلى ثلاثة عناصر:

أ- الرغبة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية:

يعود سبب الرغبة في التحول إلى عدة عوامل، والمقصود هنا تحديداً العامل الديني والإيماني الذاتي، المتمثل في قناعة أصحاب القرار بأن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مجالات الحياة عموماً، وفي معاملات بورصة الأوراق المالية خصوصاً، هو الأصلح لأوضاع البشر في دنياهم وآخرتهم، ولأن فيه رضي الله عزوجل، بغض النظر عن كون هذا الخيار (التحول) سيحقق مزيداً من الأرباح أم لا، وفي هذه الحالة يشكل عنصر الرغبة العامل الرئيسي خلف مشروع اتخاذ القرار، ولا يتعارض بالطبع التقاء هذا العامل مع العوامل الأخرى إذا لم يكن فيها مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وسيتم قياس هذا العامل لاحقاً

¹ زرار العياشي وغياد كريمة، من المصرفية التقليدية إلى المصرفية الإسلامية: متطلبات وآليات التحول، مجلة الدراسات الإسلامية، العدد الثامن، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2017، ص 340.

² محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية -دراسة تطبيقية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط 1، 2010، ص 128.

على نموذج بورصة عمان من خلال عينة الدراسة، للتعرف إلى وزنه من بين الدوافع الأخرى، وأثره الإحصائي على إمكانية التحول).¹

ب- توقع تحقيق أرباح إضافية:

يُعد السعي نحو تحقيق الأرباح وتعظيمها الهدف الأساسي لأي منشأة مالية أو تجارية، لذلك لا تنفك إدارات هذه المؤسسات في إنتاج كل ما يمكن أن يؤدي لتحقيق هذا الهدف، وفي فترة مالية محددة قد تضطر المؤسسة لتغيير نمط عملها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لعدة أسباب فقد يكون لتجنب المزيد من التراجع السوقي وانسحاب العملاء، وقد يكون للزيادة من فرص الكسب وتعظيم الربح، ولا يأتي ذلك من فراغ، وإنما لأسباب وظروف مستجدة، أبرزها تنامي معدلات الطلب على المنتجات الإسلامية أكثر من معدلات الطلب على المنتجات التقليدية، وهنا يمكن أن ترتبط نظرية توقع تحقيق أرباح إضافية بعد خطوة تحول البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بعدة عناصر:²

1 - تلبية احتياجات العملاء وهذا ملاحظ من واقع ظاهرة تنامي العمل المصرفي الإسلامي، وتمشياً مع واقع مفروض، ولن يكون تحول البورصة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بعيداً عن تلك الظاهرة، ويمكن لبيان أثر رغبة العملاء في تحقيق الأرباح تصنيف العملاء إلى فئتين:

1-1- الفئة الأولى: العملاء الحاليين

سيكون التحول عامل تثبيت للعملاء الحاليين الذين يرفضون التعامل بما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وقد ينسحبوا من البورصة - إذا استمرت بوضعها التقليدي - في الوقت المناسب حالما تتوفر البدائل من خلال بورصات تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

2-1- الفئة الثانية: العملاء الجدد

سيكون التحول عامل جذب للعملاء الجدد (المهمشين) الذين كانوا يناون بأنفسهم عن البورصة لما يرون في أعمالها من مخالفات ومقامرات لا تتفق وما يعتقدون، ولديهم من الموارد المجمدة عن الاستثمار، لكن يتوقع أن تكون موارد هذه الفئة من العملاء في متناول أعمال البورصة فيما لو تحولت للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن تصنيف هؤلاء العملاء الجدد على النحو التالي:

2-2-1 عملاء (أفراد أو شركات): لا يُقبلون على شراء الأوراق المالية التقليدية عند إصدارها كالسندات أو الأسهم إذا لم تتوفر فيها شروط المشروعية، وحتى لو توفرت فيها شروط المشروعية فقد لا يرغبون بشرائها لما يعلمون من إجراء الصفقات الوهمية أو المقامرات على هذه الأصول دون علمهم.

- عملاء (شركات): لا يدرجون أصولهم المالية في البورصة لنفس الأسباب.

- عملاء (أفراد أو شركات): لا يشاركون في عمليات التداول والاستثمار في البورصة للأسباب السابقة.

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 129.

² محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 130.

وفي حال تم التحول وصحت التوقعات، فإن مجال الاستثمار داخل البورصة سينشط وترتفع معدلات العوائد، ومن المعلوم أن تفعيل السوق الأولية وزيادة عمليات الإدراج والتداول تتناسب طردياً مع إضافة الأرباح إلى موارد البورصة.

نجاح تجارب التحول السابقة: لا شك أن نتائج تجارب التحول السابقة الخاصة أو العامة تلقي بظلالها على مختلف المؤسسات، نظراً لما توفره من خبرات سابقة، وقواعد بيانات ومعلومات ونتائج وأرقام كلها تشكل أساساً ودعماً في اتخاذ القرار لأي عملية تحول مماثلة، وبالرغم من خلو حقل البورصات من تجارب تحول سابقة حتى اللحظة، إلا أن نجاح بقية المؤسسات المتحولة كالبنوك التجارية، يشكل إحدى أهم الدوافع لتكرار التجربة وتقليدها، وذلك أن دوافع التحول بين مختلف المؤسسات المالية يكاد يكون متشابهاً، وسيكون لتقييم التجارب السابقة ومعرفة معدلات الزيادة في عوائدها، أثره على توقع تحقيق أرباح إضافية بعد خطوة التحول للبورصة.

يجدر التنبيه إلى أن هذه الدوافع قد تكون منفردة، وقد تكون مجتمعة أحياناً، إلا أن الأخير منها وهو توقع تحقيق أرباح إضافية لا يتعارض مع الدافع الديني المذكور أولاً، ولكن الدافع الاقتصادي يمكن أن ينفرد وحده أحياناً في صورة التحول الخالي من القناعة الدينية، عندما يكون شكل التحول النهائي هو الشكل الجزئي (غير المرحلي)، حيث تجتمع فيه المنتجات التقليدية مع الإسلامية، ويظهر جلياً عندما يكون مصدره من غير المسلمين.

ج- الدعم الحكومي الرسمي.

يتخذ الدعم الحكومي الرسمي لظاهرة التحول شكله التشريعي، عدة أشكال، كلها تعد من الدوافع المحفزة إلى خطوة التحول، سواء اتخذ هذا الدعم ممثلاً في قوانين تتضمن نصوصاً وبنوداً تتعلق بترخيص عملية التحول وتنظيمها، أو اتخذ شكله المادي، ممثلاً بمساهمة الحكومة بحصة من رأس مال المؤسسة المتحولة بهدف إنجاحها، وإن البيئة الاقتصادية الخالية من الدعم التشريعي حتماً لن تؤدي إلى أي عملية تحول، مثال ذلك الدول التي تتبنى أنظمة اقتصادية تمنع قوانينها قيام مؤسسات إسلامية، أما البيئة الاقتصادية الخالية من الدعم المادي وحده فهذا يضعف من دوافع التحول لكنه لا يمنعه¹.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإنشاء سوق مالي إسلامي ومصادر التحول.

يجب وجود قواعد وضوابط شرعية تضمن تحقيق سلامة المعاملات المالية الإسلامية من الجهالة والغش وحماية السوق من الوقوع في هذه المخالفات.

أولاً: الضوابط الشرعية لإنشاء سوق مالي إسلامي.

الإسلام دين شامل لكل جوانب الحياة ومنها الناحية الاقتصادية وفي إطار الجانب الاقتصادي يهتم الإسلام بالنظام المالي والنقدي؛ وقد جاء الإسلام بنظام مالي ونقدي متكامل في نطاقه وأهدافه ومؤسساته، وقواعد

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 133.

العمل فيه وأسلوب تطوره وتحلل الأسواق في الإسلام مكانة لا تقف عند حدودها كمؤسسة، بل ذهب الإسلام إلى أبعد من ذلك، فقد وضع قواعد السلوك في هذا السوق، لذلك كان لا بد لهذه الهندسة أن يكون لها ضوابط خاصة بها تتمثل بما يلي:¹

- أ- تحريم الربا أخذًا وعطاءً بأنواعه الثلاثة ربا الفضل والنسيئة وربا الديون.
- ب- تحريم الميسر والقمار وأكل أموال الناس بالباطل.
- ج- التسيير ورفع الحرج أي بدون مشقة وفي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة، حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها إباحة، ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل.
- د- تحريم الغرر بما في ذلك الجهالة والغبن والتدليس.
- هـ- القيم الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية: يقوم الاقتصاد في الإسلام على العقود الشرعية الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ والقيم الأخلاقية.
- و- تحريم بيع ما لا يملك.
- ز- العمل على تحقيق الاستثمار الحقيقي وتحريم الاستثمار الوهمي حيث تقوم العقود الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والاستثمار الحقيقي.
- ح- التوازن فيطلب وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، ويجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط فالمسلمون عند شروطهم، وموجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع الطريق على النزاع والخصومة.
- ط- إن هذه الضوابط تؤكد على تطبيق المصادقية الشرعية وهي أن تكون المنتجات والتصاميم المالية الإسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يؤدي إلى ثقة وقناعة العملاء بالمنتجات المالية الإسلامية، وأن تحظى بالقبول العام.

ثانيا: مصادر التحول إلى السوق المالي الإسلامي.

ويقصد بمصدر التحول الجهة التي تسعى إلى تحويل السوق التقليدي للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذه الجهة قد تكون من داخل السوق أو من خارجه، وقد تكون جهة عامة (حكومية أو خاصة)، وذلك على النحو التالي:²

¹ زهية بيات، مقومات إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر، 2022/2021، ص 50.

² عبد الرزاق بو عيطة، أسس نظرية حول التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة عمار تليجي الأغواط، الجزائر، 2018، ص 202.

أ- يكون اتخاذ قرار التحول إلى السوق الإسلامية من قبل القائمين على السوق التقليدي وأصحاب القرار فيه.

ب- يكون اتخاذ التحول إلى السوق الإسلامية من قبل جهة خارجية خاصة ترغب بتحويله للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

ج- أن تقوم السلطة القانونية للدولة باتخاذ قرار تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، والتوقف عن ممارسة أي أعمال مخالفة لها، وبالتالي التوقف عن التعامل بالربا وغيره مما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية من خلال الأسواق التقليدية، والعمل على تحويلها لتعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ومثال ذلك ما حدث في إيران وباكستان والسودان وتدخل الدولة لها دور قوي في التأثير على المعاملات خاصة سعر الفائدة ومثال ذلك ما حدث في الأزمة الأخيرة حيث خفضت كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية سعر الفائدة إلى ما يقارب الصفر أو الصفر، وما نتج عن ذلك من تحسن اقتصاداتها بحيث التزمت كل المصارف بتطبيق القانون الصادر عن الدولة.

المطلب الثالث: أشكال التحول إلى السوق المالي الإسلامي.

المقصود بأشكال التحول: الطريقة النهائية التي تختارها البورصة المتحولة للعمال من خلالها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

يفترض أن يرتبط شكل التحول بالدوافع الكامنة خلف التحول، وأن يكون تابعاً لها، فمثلاً إذا كان دافع التحول هو الرغبة الجادة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية فإن هذا الدافع يستلزم ضرورة التحول الكامل وعدم تجزئته، أما إذا كان الدافع هو تجنب التراجع السوقي وانسحاب العملاء أو تحقيق المزيد من الأرباح وتوسيع الحصص السوقية، فإن اختيار شكل من أشكال التحول الجزئي سيكون موائماً لدافع، التحول، وفيما يلي بيان لأنواع أشكال التحول المفترضة مع بيان أبرز إيجابياتها وسلبياتها، وذلك على النحو التالي:

أولاً: التحول الكلي¹:

وذلك بإحلال الأعمال الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية مكان الأعمال المخالفة دون تجزئة لأي منها، بغض النظر عن الأسلوب المتبع للوصول إلى هذا الشكل من التحول، سواء كان فورياً أو مرحلياً فلا يتعارض مع الشكل الكلي النهائي المقرر الوصول إليه، وتعد الخلفية الدينية من أبرز دوافع هذا التحول، ولذلك يُعد هذا الشكل من أكثرها مصداقية وغني عن الذكر بعدم توفر أي تجربة لهذه اللحظة وبالرجوع إلى مصادر التحول يمكن تقسيم التحول الكلي إلى نوعين:

أ- تحول كلي تبعاً لتحول كامل النظام، وذلك عند اتخاذ قرارات سيادية بهذا الخصوص كما مر سابقاً.

ب- تحول كلي من ذات البورصة، وخاصة إذا كانت تابعة للقطاع الخاص وعند توفر غيرها من البورصات التقليدية في نفس القطر الواحد.

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 136.

1- إيجابيات شكل التحول الكلي :

- تحقيق الهدف من التحول وهو التخلص الكامل من كل ما يخالف أحكام الشريعة.
- المصداقية التي يكتسبها من المجتمع.

2- سلبيات ومخاطر شكل التحول الكلي:

- محدودية فرص التحول الكلي لعدة أسباب واقعية.
- ارتباط البورصة بإدارة وملكية القطاع العام.
- عدم توفر أكثر من بورصة واحدة في البلد الواحد.
- عدم توفر تشريعات تسمح بتسجيل وإدراج الأصول المالية بأكثر من بورصة محلية أو إقليمية أو دولية.
- عدم توفر البدائل للخدمات والمنتجات التقليدية.
- صعوبة قبول فكرة التحول من قبل الجهات الرسمية والتشريعية في الوقت الراهن.
- عدم القدرة على الاستفادة من إيجابيات شكل التحول الجزئي.

ثانياً: التحول الجزئي¹:

يجدر قبل بأن مفهوم التحول الجزئي للبورصة بيان الوضع التقليدي لها، بأنه يحتوي على المشروع من الأنشطة والأعمال وعلى غير المشروع، فالبورصة لا تمنع من إدراج أصول إسلامية إذا تحققت فيها متطلبات التسجيل والإدراج كأصول الشركات الإسلامية المساهمة، أو أصول بعض الشركات التي لا ينص نظامها على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية لكنها في غرضها الأساسي لا تخالف أحكام الشريعة، وقد تقع المخالفة في وصفها وأنشطتها تبعاً، أيضاً لا تمنع البورصة من إدراج الصكوك الإسلامية كصكوك المضاربة إذا أصدرت بترخيص من البنك المركزي، والنتيجة هي أن البورصة بوضعها التقليدي فيها تشكيلة من الأعمال المشروعة وغير المشروعة، وهذا الوضع مع كونه مختلطاً لا يسمى بالتحول الجزئي، وعليه يمكن تعريف التحول الجزئي:

بأنه "قرار باستحداث البورصة للأعمال والأنشطة المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديمها جنباً إلى جنب مع باقي الأعمال التقليدية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية"، وما يستتبع هذا القرار من بعض الإجراءات كتعيين هيئة رقابة شرعية، بقطع النظر عن الأسلوب المتبع للوصول لهذا الشكل من التحول، ويُعد تجنب المزيد من التراجع السوقي وتحقيق المزيد من الأرباح من أبرز دوافع هذا التحول، أو قد يكون هو الشكل المسموح به من قبل جهات الترخيص الرسمية، ولذلك لا يكتسب هذا الشكل المصداقية المرجوة، وللمزيد من بيان أشكال التحول الجزئي يمكن افتراض صورته على النحو التالي:

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 138.

أ- نافذة تقليدية في بورصة إسلامية:

وذلك عند اتخاذ البورصة قراراً بالتحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتوفير الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية المتمثلة في جواز تسجيل وإدراج كل الأصول والأدوات المشروعة مثل الصكوك والأسهم بضوابطها، إضافة إلى سماحها بإجراء الصفقات المشروعة، مثل الشراء بكامل الثمن أو أي من منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مع عدم تخليها عن تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية المتمثلة في سماحها بتسجيل الأصول المالية الغير مشروعة وأبرزها السندات، إضافة إلى سماحها بإجراء الصفقات الغير مشروعة مثل الشراء بالهامش أو أي من منتجات الهندسة المالية التقليدية)، ويُعد المحافظة على العملاء الحاليين، وجذب المزيد من العملاء الجدد، هو من أبرز دوافع هذا الشكل من التحول، لذلك لن يكتسب هذا الشكل مصداقية العملاء.

ويمكن للبورصة المتحولة أن توفر هذه النافذة على عدة أشكال:¹

1- نافذة تقليدية (شكلية) دون فصل : وذلك بتقديم بورصة الأوراق المالية المتحولة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية للخدمات والمنتجات المالية التقليدية جنباً إلى جنب مع الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية ودون الفصل الحقيقي بينهما، سواء كان في الحيز الجغرافي، أو في الهيكل الوظيفي أو الإداري أو المالي، وبذلك تعود إيرادات الخدمات التقليدية إلى ميزانية البورصة، وهذا الشكل من أسوأ الأشكال، لأن الرغبة في تحقيق المزيد من الأرباح ظاهرة، دون الجدية في التزام أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد يُعد قرار التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ليس إلا غطاءً.

2- نافذة تقليدية مع فصل نسبي: وذلك بتخصيص بورصة الأوراق المالية المتحولة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حيزاً مكانياً للنافذة التقليدية داخل البورصة المتحولة تستمر في تقديم الخدمات والمنتجات التقليدية وتوابعها مع الفصل الوظيفي دون الفصل الإداري والمالي وهذا الشكل سيء أيضاً لكنه دون الشكل السابق، لتمييزه بالفصل المكاني والوظيفي.

3- نافذة تقليدية مع فصل شبه كلي: وذلك بتخصيص بورصة الأوراق المالية المتحولة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيزاً مكانياً للنافذة التقليدية داخل البورصة المتحولة، مع الفصل الوظيفي والمالي دون الإداري، وهذا : يعني إمساك حساب مستقل لأنشطة النافذة التقليدية، وإيراداتها، وصرفها خارج الميزانية في أوجه البر والخير، وهذا الشكل أفضل من سابقه، لتمييزه بالفصل المكاني والوظيفي والمالي، وقد يكون مثلاً على ذلك قرار تحول سوق دبي المالي الذي نص في محضره على هذا الشكل من التحول).

4- نافذة تقليدية مع فصل شبه تام: وذلك بتخصيص بورصة الأوراق المالية المتحولة للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيزاً مكانياً للنافذة التقليدية خارج البورصة المتحولة، وهذا الشكل يعني الفصل في الحيز المكاني، والوظيفي والمالي، دون الفصل الإداري، بل تتبع النافذة التقليدية في ذلك لإدارة البورصة

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 139.

الإسلامية، وهذا يعني: أن إدارة البورصة قد اتخذت قراراً بالتحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية مع استمرار تقديمها للخدمات والمنتجات التقليدية خارج المقصورة، وعدم تحويل عوائدها الميزانية البورصة المتحولة وإنما صرفها في وجوه الخير، ولعل ذلك في تأسيس (فرع أو بورصة مصغرة جديدة تقوم هي بإنشائها لهذا الغرض، وهذا الشكل أفضل أشكال التحول الجزئي على الإطلاق، لكنه يبقى دون التحول الكلي، لأن التحول الجزئي يتبع ملكية وإدارة البورصة الإسلامية، خلاف التحول الكلي الذي ليس له علاقة قانونية بأي بورصة تقليدية أخرى مع التنبيه في الحالتين الأخيرتين إلى ضرورة الإفصاح عن:

- نسب وعوائد المنتجات والخدمات التقليدية وأوجه صرفها، سواء في ميزانية البورصة المتحولة أو في ميزانية مستقلة للفرع، والأخيرة هي الأفضل.

- أسماء الشركات أو الأصول المالية التي يجوز تداولها، والتي لا يجوز تداولها.

- أنواع معاملات وعقود التداول التي يجوز التعامل بها والتي لا يجوز التعامل بها.

ب- نافذة إسلامية في بورصة تقليدية:

وهذا هو النوع الثاني من التحول الجزئي، وذلك إذا قررت بورصة الأوراق المالية التقليدية تقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تصميم نافذة بهذا الخصوص، مع استمرارها في تقديم الأعمال والأنشطة المعتادة، ويُعد المحافظة على العملاء الحاليين وجذب المزيد من العملاء الجدد، هو من أبرز دوافع هذا الشكل من التحول، لذلك لن يكتسب هذا الشكل مصداقية العملاء، ويمكن للبورصة التقليدية أن تقدم منتجها الإسلامي الجديد على عدة أشكال:¹

1- نافذة إسلامية (شكلية) دون فصل: وذلك بعدم تخصيص بورصة الأوراق المالية التقليدية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية داخل البورصة التقليدية المتحولة، بتقديمها للخدمات والمنتجات المالية الإسلامية جنباً إلى جنب مع الخدمات والمنتجات المالية التقليدية ودون الفصل الحقيقي بينهما، سواء كان في الحيز الجغرافي، أو في الهيكل الوظيفي أو الإداري أو المالي، وبذلك تعود إيرادات الخدمات الإسلامية إلى ميزانية البورصة، وهذا الشكل من أسوأ الأشكال، لأن الرغبة في المحافظة على الحصة السوقية وتوسيعها وتحقيق المزيد من الأرباح، هي ما يقف خلف هذا الشكل من التحول دون الجدية في التزام أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، الأمر الذي لن يكتسب مصداقية العملاء، وقد يُعد مثلاً على ذلك مركز دبي المالي العالمي (DIFC) الذي بدأ مزاولة أعماله في عام 2004، ويعد المقر المالي الأسرع نمواً في العالم، إذ إنه يقدم بعض الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية).

2- نافذة إسلامية مع فصل نسبي: وذلك بتخصيص بورصة الأوراق المالية التقليدية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية داخل البورصة التقليدية المتحولة، لتقديم الخدمات والمنتجات الإسلامية، مع استمرارها في تقديم الخدمات والمنتجات التقليدية وتوابعها، مع الفصل الوظيفي دون الفصل الإداري والمالي، وقد يشكل لذلك

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 141.

هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة)، وهذا الشكل سيء أيضاً لكنه دون الشكل السابق، لتمييزه بالفصل المكاني والوظيفي.

3- نافذة إسلامية مع فصل شبه كلي: وذلك بتخصيص بورصة الأوراق المالية التقليدية، حيزاً مكانياً للنافذة الإسلامية خارج البورصة التقليدية المتحولة، وهذا الشكل يعني الفصل في الحيز المكاني والوظيفي، دون الفصل المالي والإداري، ولا يتصور الفصل المالي في هذه الحالة لأن عوائد البورصة الإسلامية لا يشوبها مخالفات شرعية، وتتبع النافذة الإسلامية في ذلك إدارة وملكية البورصة التقليدية، وهذا يعني أن إدارة البورصة قد اتخذت قرار تقديم الخدمات والمنتجات الإسلامية خارج المقصورة، مع تحويل عوائدها لميزانية البورصة التقليدية، ولعل ذلك في تأسيس (فرع أو بورصة مصغرة) جديدة تقوم هي بإنشائها لهذا الغرض، مع تشكيل هيئة رقابة شرعية لها مهامها الخاصة وهذا الشكل أفضل من سابقه، لكنه يبقى دون التحول الكلي لأنه يتبع ملكية وإدارة البورصة التقليدية.

ج - الفرق بين الحالتين:

-الحالة الأولى: (نافذة تقليدية في بورصة إسلامية)، الحالة الثانية: (نافذة إسلامية في بورصة تقليدية).
قد يبدو مما تقدم أن الوضعين متماثلين أو متطابقين، والحقيقة غير ذلك، فهناك عدة عناصر يمكن رصدها في توضيح أوجه التشابه والتمايز بينهما وبيان الأفضل، وذلك على النحو التالي:¹

د- أوجه التمايز بينهما:

1- في الأولى هناك قرار رسمي بالتحول للبورصة، وفي الثانية يكون القرار بتقديم منتجات وخدمات جديدة.

2- في الأولى تكون انعكاسات القرار وتداعياته على عقد التأسيس والنظام الداخلي وغيرها، أوسع منها في الثانية.

3- في الأولى تصبح الأعمال الإسلامية هي الأصل والتقليدية تابعة، وفي الثانية العكس.

4- في الأولى يفضل تغيير اسم المنشأة ليدل على خطوة التحول، في الثانية لا يفضل تغيير الاسم.

5- تعد الحالة الأولى أقرب إلى التحول الكلي من الثانية، في حال تم اتخاذ القرار الخاص بذلك.

6- تعد الحالة الأولى من حيث مقاربتها للعمل وفق أحكام الشريعة أفضل من الثانية.

هـ- أوجه التشابه بينهما:

1- كل منهما بعد شكلاً من أشكال التحول الجزئي.

2- قد يكون كل منهما مدفوع بنفس الدوافع المتمثلة في تحقيق المزيد من الأرباح

3- وقد يكون كل منهما محكوم بنفس قرار الجهات الرسمية التي سمحت الشكل.

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 143.

4- كل منهما يفتر للمصداقية بين العملاء.

5- كل منهما يحتاج هيئة رقابة شرعية.

و- إيجابيات شكل التحول الجزئي:

1- التنوع ويقصد به توفير تشكيلة واسعة من الخدمات والمنتجات التقليدية والإسلامية، الأمر الذي قد يؤدي إلى استقطاب شريحة واسعة من العملاء، وهذا له مردود اقتصادي متعدد الأطراف، وذلك مرهون بمدى استجابة عملاء الخدمات والمنتجات الإسلامية لهذه الأشكال من التحول.

2- عدم إلغاء الشركات الغير مشروعة أو أصولها، وخاصة إذا لم يكن في البلد الواحد إلا بورصة واحدة.

3- قبول فكرة التحول من قبل الجهات الرسمية والتشريعية في الوقت الراهن.

ز- سلبيات ومساوئ التحول الجزئي:¹

1- عدم القدرة على إقناع المجتمع.

2- عدم القدرة على الفصل الحقيقي بين الأنشطة الوظيفية أو الإدارية أو المالية.

3- عدم القدرة على الاستفادة من إيجابيات شكل التحول الكلي.

ما هو الشكل الشرعي المناسب لتحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

في الوقت الراهن؟

ح- لإجابة عن ذلك يجب التفريق بين حالتين:

1- الحالة الأولى: موافقة الجهات الرسمية على شكل التحول الكلي، وفي هذه الحالة يمكن أن يقال بأن

شكل التحول الشرعي هو الشكل الكلي وهو الأفضل على الإطلاق، وذلك للأسباب التالية:

- لأنه هو الأصل.

- لأنه الهدف من وراء عملية التحول.

- لأنه الذي يكتسب المصداقية لدى المجتمع.

- لأن فيه تحقق النفي الكامل لكل ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

وبالرغم من النفي الكامل لما يخالف أحكام الشريعة، إلا أنه يتمتع بدرجة من المرونة تتيح له السماح

لأنواع من الشركات التي يكون محل أنشطتها غير مشروع بالإدراج والتداول، وفق إعداد خطة تحول ملزمة

لهذه الشركات تعينها على تحولها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

2- الحالة الثانية: عدم موافقة الجهات الرسمية على شكل التحول الكلي، وفي هذه الحالة يجب التنازل إلى

أحد أشكال التحول الجزئي تدريجياً، مثل: (نافذة تقليدية في بورصة إسلامية...) إلى ما دونها من الأشكال

(حسب المتاح) مع ما فيها من سلبيات ومساوئ، وذلك للأسباب التالية:

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 145.

الفصل الثاني:..... التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي

- أن شكل التحول الجزئي مشروع كما سيتبين في مشروعية التدرج والمرحلية وبيان مبرراتهما، أهمها إنه من باب: "أقل الضررين، ومن باب ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب"، وما لا يدرك كله لا يترك جله أو بعضه.

- إن شكل التحول الجزئي يمكن أ أسباب رفض الجهات الرسمية المختلفة.
- إن شكل التحول الجزئي متاح التطبيق في حال تبعت البورصة القطاع العام أو الخاص.
- إن شكل التحول الجزئي متاح التطبيق في حال توفر في البلد الواحد بورصة واحدة أو أكثر.
- إن شكل التحول الجزئي متاح التطبيق في حال توفرت قوانين تسمح بالإدراج والتداول في بورصات (إقليمية أو دولية) أو لم يتوفر.

الجدول رقم (01): أساليب التحول نحو سوق مالية إسلامية لعينة من أسواق الأوراق المالية.

الأسواق	أسلوب التحول الجزئي	أسلوب التحول الكامل	أسلوب التحول المرحلي
ماليزيا	✓		✓
المملكة العربية السعودية	✓		
الإمارات العربية المتحدة	✓		
قطر	✓		
البحرين	✓		✓
السودان		✓	
تركيا	✓		
إندونيسيا	✓		
السوق المالية الإسلامية الدولية		✓	

المصدر: أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا المجلد 17، العدد 26، السنة 2021، ص 218.

الشكل رقم (05): الطريقة العملية للتحول



المصدر: أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية، مرجع سابق، ص 224.

المبحث الثاني: أساسيات حول التمويل التقليدي.

يستقطب التمويل اهتمام الكثير من الاقتصاديين كما تمثل السوق المالية محطة هامة لضخ الأموال وتمويل المشروعات لذلك تعتبر الأدوات المالية الركيزة التي نرى من خلالها أحوال السوق ولأجل التعرف على هذه الأدوات المتنوعة قمنا بما يلي:¹

المطلب الأول: مفهوم التمويل.

لغة : هو الإمداد بالمال.

اصطلاحا : مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدف.

هو مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي نستخدمها لإدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها.

من خلال هذه المفاهيم تستنتج المفهوم الشامل للتمويل على أنه : تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافه، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين خارجيا.

المطلب الثاني: الأدوات المالية بغرض التمويل (الأدوات الأساسية).

إن أدوات الهندسة المالية تضم مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية، خاصة المشتقات منها، ذلك أن الاقتصاديين اعتادوا على اعتبار أدوات الهندسة المالية هي مشتقات مالية بالدرجة الأولى، وكما هو الحال في مفهوم الهندسة المالية فإن أدواتها أخذت حيزا كبيرا من تفكير الكتاب والباحثين وعليه، يمكن تصنيف أدوات الهندسة المالية كالتالي:²

أولا: الأسهم.

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي حق الملكية لحامله ليمثل حصته في رأس مال الشركة، حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال ذلك بعد طرحها للاكتتاب العام في السوق الثانوية سوق التداول (SPA) في شركات المساهمة على مستوى البورصة".

¹ رندة فراح، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013/2014، ص 03.

² عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية - دراسة تطبيقية لبنكي BEA - BADR ولاية أم البواقي، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص: مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013/2014، ص 17.

يمكن إيجاز بعض الخصائص المميزة للأسهم عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى في التالي :

أ- **القابلية للتداول** : توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه، علما أن أسعارها معرضة للتقلبات في السوق بفعل عدة عوامل.ب

ب- **تساوي القيم**: يقصد بها أن تكون الأسهم المصدرة من طرف الشركة ذات قيمة متساوية.

ج- **مسؤولية المساهم**: تحدد مسؤولية المساهم حسب نوع ودرجة مساهمته في الشركة المصدرة، فتخول له بعض المسؤوليات التي يتمتع بها كل المساهمين.

كما يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة، منها الأسهم لحاملها والأسهم الاسمية والأسهم لإذن أو لأمر كلها على أساس الإصدار، وأسهم عادية وأسهم ممتازة بأنواعها على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها.

ثانيا: السندات

يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار. وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويل الأجل تصدر في سوق رأس المال وبالمقارنة مع السهم يمكن تلخيص خصائص السند فيما يلي:

أ- أدوات دين؛

ب- أداة استثمار ثابتة الدخل؛

ج- محدودية الأجل؛

د- قابلية التداول.

المطلب الثالث: الأدوات المالية الغرض منها التحوط من المخاطر (الادوات المشتقة)..

يحتوي السوق المالي التقليدي على جملة من الأدوات منها ما له دور تمويلي وآخر الغرض منه الاحتياط من المخاطر التي يتعرض لها السوق.

أولا:التحوط.

التحوط: هو "فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في الأدوات المالية المشتقة"، ويمكن استخدامه من خلال أدوات الهندسة المالية، فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات، فإن المتحوط يتعين عليه أن يتأكد من الحفاظ أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة.¹

¹ لحسين عبد القادر، الجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد16، المجلد 20، الجزائر، 2017، ص 170.

ثانياً: الأدوات المالية المستحدثة.

تتجلى الهندسة المالية بخلق بعض الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول والأدوات المالية المسماة تقليدية، كما أشير إليها سابقاً، فإن هذه الأدوات تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق المالية في الوقت الحاضر، حيث تؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت خاصة، والاقتصاد القومي عامة.

أ- المشتقات المالية:

خلافًا لما هو متعارف عليه في الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية التقليدية، فإن أسواق المشتقات إنما تتعامل في أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء أصول أو أدوات أخرى، وعليه فإن المشتقات المالية ليست أصولاً عينية ولا مالية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، وسنعرض في هذا المقام التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي (IMF) وهو تعريف بنك التسويات الدولية (BIS) وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي: المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

ويمكن أن نلخص مفهوم المشتقات المالية كما يلي:¹

- ❖ هي عقود؛
- ❖ يتم تسويتها بتاريخ مستقبلي؛
- ❖ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود؛. تعتمد قيمتها (المكاسب / الخسائر) على قيمة الأصل موضوع العقد.
- ويتضمن العقد ما يلي:
- ❖ تحديد سعر التنفيذ في المستقبل؛
- ❖ تحديد الكمية التي سيطبق عليها السعر؛
- ❖ تحديد الزمن الذي سيسري فيه العقد؛
- ❖ تحديد الشيء موضوع العقد، (سلعة، سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر صرف عملة أجنبية، مؤشر
- ❖ أسعار...).

¹ عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية، المرجع السابق، ص 19.

1- أنواع المشتقات المالية:

لقد أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتضخم والتغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد.

وسوف نتناول كل نوع من عقود المشتقات بشكل موجز كما يلي:¹

2- عقود الخيارات (Option)

تم تداول عقود الخيارات أول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات، ويتم تداول هذه الخيارات الآن في بورصات كثيرة حول العالم حتى الأسواق غير الرسمية منها بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وتشمل الأصول موضوع الخيارات كل من الأسهم، مؤشرات الأسهم العملات أدوات الدين السلع والعقود المستقبلية.

تمثل عقود الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل، وتسمى هذه العقود " حقوق أو عقود اختيار"، نظرا لكونها تعطي مشتري العقد الحق (وليس التزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

ويمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما:

- خيار الشراء **Call Option** : وهو الخيار الذي يتيح لحامله شراء موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويسمى السعر الذي يتم الاتفاق عليه لتنفيذ العقد بسعر العقد أو سعر التنفيذ، أما المستقبل الذي يتم تحديد تاريخ انتهائه حسب الاتفاق فيسمى تاريخ الانتهاء.

وما ينبغي الإشارة إليه أن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لمنشأة معينة، فإذا ما ارتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر المتفق عليه، ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكيا، أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوروبيا.

- خيار البيع **Put Option** هو الخيار الذي يتيح لحامله بيع موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويكون لأحد طرفي العقد الحق في أن يبيع إلى الطرف الآخر موجودا معيناً بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة، وتجدر الإشارة إلى أن مشتري خيار البيع سوف يحقق أرباحاً عندما ينخفض سعر الموجود في السوق عند تنفيذ العقد، ويخسر فقط قيمة التعويض أو المكافأة عند ارتفاع السعر لأنه ليس من مصلحته تنفيذ العقد وليس مجبراً على التنفيذ.

- الخيار المزدوج: وهو عقد يعطي الحق لصاحبه في أن يكون مشترياً أو بائعاً للأوراق المالية محل التعاقد، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية له الحق في الشراء، وإذا انخفضت فله الحق في البيع.

¹ عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية، المرجع نفسه، ص 20.

2-العقود الآجلة Forwards:1

العقود الآجلة: هي مشتقة بسيطة حيث تمثل اتفاق على بيع أو شراء أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، ويكون فيها المشتري صاحب المركز الطويل بينما البائع صاحب المركز القصير، وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة.

3-العقود المستقبلية **futurs**: هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ السعر الواجب دفعه للأصل وللعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة، كما يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة مقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في التسليم خلال فترة سريان العقد، ويقدم كل من الطرفين هامش مبدئي لضمان التزاماتهم، وكذلك هامش صيانة والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة.

4-عقود المبادلات: هي مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تركز في أدوات وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات، ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة أحد الطرفين سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم) بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت، بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار مثلاً بمعدل عائم، بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت، لذلك فإن التغيرات في أسعار الفائدة تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، في حين تغيرات سعر الصرف الراجح والخاسر في عقود مبادلة العملات.

¹ عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية، المرجع السابق، ص 21.

المبحث الثالث: أساسيات حول التمويل الإسلامي.

نظرا للتطور الهائل للأسواق المالية الإسلامية اجتهد الفقهاء في إيجاد منتجات تمويلية وأدوات مستحدثة إسلامية كبديل للأدوات التقليدية لتلبية حاجات المستثمرين من كل الفئات .

المطلب الأول: مفهوم التمويل الإسلامي، خصائصه وأهدافه.

أولاً: مفهوم التمويل الإسلامي.

التمويل في الأساس مأخوذ من المال، والمال في الاصطلاح الشرعي أعم من النقود أو الذهب والفضة ويشمل الأشياء التي يجوز الانتفاع بها ولها قيمة لدى الناس على أن يكون هذا الانتفاع ممكناً لكافة الناس لا من بعضهم.¹

أما التمويل الإسلامي بالمفهوم المعاصر، يمكن أن يقال عنه هو عبارة عن " علاقة بين المؤسسات المالية بمفهومها الشامل والمؤسسات أو الأفراد، لتوفير المال لمن ينتفع به سواء للحاجات الشخصية أو بغرض الاستثمار، عن طريق توفير أدوات مالية متوافقة مع الشريعة " فعرف منذر قحف التمويل الإسلامي على أنه: "تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يريد لها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية.

وأورد الصديق طلحة مفهوم التمويل الإسلامي بأنه: " يشمل إطاراً شاملاً من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تغطي كافة الجوانب الحياتية. وتعد ضوابط استثمار المال في الإسلام عنصراً أساسياً لتنظيم العلاقات المالية، وذلك مع التأكيد بأن المال هو مال الله وأن البشر مستخلفون فيه وذلك وفق أسس وضوابط ومحددات واضحة مثل: تنظيم الزكاة والإنفاق وضرورة استثمار المال وعدم اكتنازه" من خلال التعاريف السابقة يمكن أن تخلص إلى أن التمويل الإسلامي هو إطار شامل من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تتضمن توفير الموارد المالية لأي نشاط اقتصادي من خلال الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية.

ثانياً: خصائص التمويل الإسلامي.

يعتبر المال في الإسلام هو مال الله، فالإنسان مقيد بالتصرف في هذا المال وفق شرع الله. ولهذا فإن دور المال هو تحقيق سعادة المجتمع وتكافله. وقد يلمس هذا سمات التمويل في الإسلام ولعلها تتلخص فيما يلي:²
أ- أنه يحتوي العديد من صور وأشكال التمويل المتباينة فيما بينها؛
ب- أنه تمويل حقيقي تقدم فيه بشكل فعلي الأموال والخدمات لطالبيها وليس تمويلاً مصطنعاً أو على ورق، كما أنه لا يقف عند حد عرض المال بل يحتوي على عرض الخبرات والمهارات؛

¹ بوراس بودالية، وآخرون، صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة في عائد الاستثمار، مجلة التنويع الاقتصادي، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت، الجزائر، العدد 01، ص 22.

² بوراس بودالية، وآخرون، صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة في عائد الاستثمار، المرجع نفسه، ص 24.

ج- أنه مربوط مع الاستثمار، فالتمويل الإسلامي في صورته العديدة لا يرى منفصلاً عن عملية الاستثمار الحقيقي؛

د- أنه حال من التعامل بالربا أي المداينة من خلال الفائدة؛

ه- أنه تمويل الأموال مشروعة وأنشطة مشروعة فلا يجوز تقديم أي تمويل لمشروع ينتج سلعا أو خدمات أو يمارس في نشاطه أساليب محرمة وذلك ضمانا لسلامة النشاط الاقتصادي من الانحرافات و ضمانا للموارد والأموال من أن تبدد فيما لا يفيد؛

و-العائد على الممول يتوزع بين عائد ثابت وعائد محدد وعائد نسبي محتمل وعائد غير مباشر (الثواب) حسب صيغة التمويل المتعامل من خلالها، معنى ذلك بالنسبة للمستثمر أنه أمام أشكال مختلفة من العبء الذي عليه تحمله نظير عملية التمويل، فقد يتمثل في تكلفة محددة ثابتة وقد يتمثل في حصة نسبية مما يتحقق من ناتج أو ربح والتكلفة المحددة الثابتة قد تحتوي على عنصرين مندمجين هما مقابل ما حصل عليه مع إضافة بعض الأموال كما هو الحال في البيع المؤجل، وقد لا تحتوي إلا على العنصر المقابل لما حصل عليه فقط كما هو الحال في التمويل من خلال القرض.

ثالثا: أهداف التمويل الإسلامي.

يمكن تلخيص بعض أهداف دراسة التمويل الإسلامي بما يلي:¹

أ- إيجاد بدائل للتمويل الغير متوافق مع الشريعة مثل القرض بفائدة سواء على مستوى الأفراد أو المؤسسات؛

ب- تحقيق التنمية للمجتمعات الإسلامية؛

ج- إيجاد فرص عمل من خلال توفير أنواع من التمويل التي تقدم للشركات الكبرى وهذا بالتالي يساهم في توفير فرص عمل لديها للأفراد، أو توفير رأس مال صغير للأفراد لإنشاء مشاريع صغيرة تفيد المجتمع؛

د- تحقيق عوائد جيدة لأصحاب رؤوس الأموال عبر ادخارها لدى مؤسسات مالية تقدم أدوات استثمارية متوافقة مع الشريعة، وهذه المؤسسات تمارس دورها باستثمار تلك الأموال لأصحابها.

¹ بوراس بودالية، وآخرون، صيغ التمويل الإسلامي القائمة علي المشاركة في عائد الاستثمار، المرجع السابق، ص 23.

المطلب الثاني: أدوات السوق المالي الإسلامي.

يحتوي السوق المالي الإسلامي أدوات أساسية منها ما هو مستحدث بميزات وخصائص قائمة على قواعد الشريعة الإسلامية.

أولاً: الأدوات المالية الإسلامية الأساسية الغرض منها التمويل:

هي أدوات مالية متواجدة من قبل مع محاولة البحث عن مخرج شرعي.

أ- الأسهم:

وتنقسم الأسهم إلى قسمين عادية وممتازة:¹

1- لأسهم العادية:

السهم هو صك يمثل امتلاك حامله لجزء من رأس مال الشركة التي طرحته للاكتتاب بحيث يتمتع حامله بحقوق المساهمين ويتحمل معهم المخاطر.

الأسهم العادية لا تخول لحاملها أي حق ذي طبيعة خاصة ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء عند توزيع أرباح الشركة أو عند قسمة صافي موجوداتها. أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين والواجبات لذا فقد ذهب الفقهاء المعاصرين إلى جوازها بشرط:

1-1- يجب ان لا تتعامل الشركة بالمحرمات لكي يحل حمل أسهمها وتداولها، فلا يحل حمل وتداول أسهم الشركات التي تتعامل في الخمر والقمار وكذلك الشركات التي تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً؛

1-2- إن بيع وشراء الأسهم من الأمور التي ينص عليها نظام الشركة وعقد تأسيسها؛

1-3- في معرفة المساهمين بهذا إقرار منهم به، وهو بلا شك إقرار تبيحه الشريعة الإسلامية وتؤيده القواعد والنصوص الفقهية الواردة بهذا الشأن؛

1-4- انتفاء الجهالة والغرر المفسدين للمعاملة في الأسهم المتداولة، وذلك للمعلومية موقف الشركة ومركزها المالي؛

1-5- أن لا يقع في تداول الأسهم بيع غير مشروع مثل بيع ما ليس عندك ببيع الغرر ببيع السهم بدون حيازته فعلاً.... الخ؛

1-6- لا يحمل موضوع التعامل بهذا النوع من الأسهم أي ضمانات فيما يخص قيمته السوقية عند حد معين أو التعويض في حالة خسارة الشركة. فكل ذلك يدخل في مجال الربا المحرم.

¹ مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، دت، ص 96.

رابعاً: حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

فإن إصدار الأسهم:¹

أ- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، ألا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة مثل تصنيع الخمر، أو الاتجار في الخنازير، أو التعامل بالربا، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة.

ب- يجوز إضافة نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً . وينظر المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند 4/1/2/20.

ج- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار. وينظر المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند 4/1/2/3.

د- يجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو بشراء جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم، سواء قام بهذه الأعمال المتعهد بالاكتتاب أو غيره إذا لم يكن هذا مقابلاً عن الضمان. وينظر المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند 4/1/2/4.

هـ- يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل بقية الأقساط، شريطة أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها. وينظر المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند 4/1/2/5.

2- الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها، بأفضلية فيما يختص بالأرباح الموزعة، حيث ينص عادة على أن تحظى هذه الأسهم بنسبة محددة سلفاً من قيمتها الاسمية كأرباح، قبل أن توزع الأرباح على الأسهم العادية، كما تعطى الأسهم الممتازة أحياناً أفضلية خاصة عند توزيع أصول الشركة بعد حلها، ولا يجيز الفقهاء الأسهم الممتازة التي فيها ضمان لقيمتها عند الاسترداد وكذلك فيها ضمان لأرباحها، وكذلك الصادرة عن شركات تعمل في مجال المحرمات والخبائث،

¹ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، - المنامة، 2017، ص 565، تم الاطلاع عليه

وتأسيسا على ذلك ينصب التطوير على إزالة هذه الضمانات وبذلك يكون الضمان على المسائل الإدارية والإجرائية فقط، كذلك تحول نشاط الشركات التي تعمل في مجال المحرمات والخبائث إلى أنشطة تقع في مجال الحلال الطيب.

وعموما يمكن إيجاز ضوابط التعامل في الأسهم في النقاط التالية:

أ- قيد الشيخ مصطفى الزرقا جواز التعامل بأسهم الشركات الحيوية التي تؤدي خدمات عامة للناس ويقع الناس في حرج ومشقة نتيجة انهيارها ولا يعم الحكم جميع الشركات فهو يحرم التعامل مع شركة تتعامل بالربا وليست حيوية لأن المجتمع لا يضر بانهارها.

ب- أن تكون الأسهم الصادرة من شركات ذات أغراض مشروعة، بأن يكون موضوع نشاطها حلالا مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات كشركة الكهرباء وشركة الأدوية وغير ذلك.

ج- لا يجوز للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة، بل ينبغي تقديره والتخلص منه بإعطائه للفقراء والمستحقين، ويمكن معرفته من خلال ميزانية الشركة، وإذا تعذرت المعرفة اجتهد في تقديره.

* حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى إعطائها الأولوية عند التصفية أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية، بالإضافة إلى حقوق الأسهم العادية مثل حق التصويت. وينظر المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند 1.4/1/2/14¹

3- السندات:

السند: تعهد مكتوب من البنك أو الشركة الحكومية لحامله بسداد مبلغ مقدر من قرض في تاريخ معين نظير فائدة مقدرة، ويختلف عن السهم من وجوه كثيرة، وبناء على خصائص السند، وتكييفه الفقهي على أنه قرض بفائدة على الشركة المصدرة، وحيث أن ذلك يدخل ضمن الربا الحرام، فهي محرمة شرعا من حيث الإصدار والتداول أو الشراء وهذا ما أجمع عليه الفقهاء في ندوة حول الأسواق المالية عقدت في الرباط بالمغرب في ربيع الثاني 1410هـ - أكتوبر 1989م، ثم أكده مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورته السادسة بجدة في شعبان 1410هـ مارس 1990م، مهما اختلفت في أشكالها وتسمياتها، والجهة المصدرة لها. ومن بين التسميات التي تطلق على السندات شهادات الاستثمار أدونات الخزينة، إسناد القرض.

ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بسبل شتى منها:

¹ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، ص 565، تم الاطلاع عليه يوم: 26/04/2023.
www.aaofi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html/

-إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح والخسارة وتخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم.

-إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء.
-تحويل السندات إلى أسهم عادية.

-ولقد اجتهد العديد من أهل الفقه والعلم والاختصاص في إيجاد البديل الإسلامي للسندات وكذلك اقتراح أوراق جديدة أخرى.

* حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

حكم تداول السندات: لا يجوز تداول السندات الربوية بيعا وشراء رهنا وحوالة وغير ذلك.

حكم الإصدار: يحرم إصدار جميع السندات الربوية وهي التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض وزيادة على أي وجه كان سواءً أذفعت هذه الزيادة عند سداد أصل هذا القرض أم دفعت على أقساط شهرية أم سنوية أم غير ذلك وسواءً أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند كما في أغلب أنواع السندات أم خصما منها كما في السندات ذات الكوبون (العائد) الصفري وتحرم كذلك السندات ذات الجوائز سواء أكانت السندات خاصة أم عامة أم حكومية.¹

4- الرأي الشرعي في المشتقات المالية السابقة:

4-1- الاختيارات (OPTIONS) :

عقد يتم بموجبه منح الحق - وليس الالتزام - لشراء أو بيع شيء معين كالأسهم أو السلع أو العملات أو المؤشرات أو الديون) بثمن محدد لمدة محددة، ولا التزام واقعا فيه إلا على بائع هذا الحق.
* الحكم الشرعي للاختيارات: عقود الاختيارات المشار إليها أعلاه لا يجوز إنشاؤها ولا تداولها.²

4-2- المستقبلات (FUTURES):

عقد ملزم قانوناً، يتم إجراؤه في قاعة التداول البورصة المستقبلات لبيع أو شراء سلعة أو أداة مالية في زمن لاحق في المستقبل. ويتم تنميته تبعاً لكمية ونوعية موضوعه مع ذكر تاريخ ومكان التسليم، أما الثمن فهو العنصر المتغير الوحيد فيه، فيتم معرفته في قاعة التداول.

- الحكم الشرعي للمستقبلات: لا يجوز شرعا التعامل بعقود المستقبلات، سواء بإنشائها أم بتداولها وينظر البند (3/3).³

¹ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع نفسه، ص 574، تم الاطلاع عليه يوم: 26/

2023/04. www.aaofi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html/

² هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع نفسه ص 553.

³ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع نفسه، ص 553.

5- عمليات المبادلات المؤقتة (SWAPS):

هي اتفاقات بين طرفين على تبادل مؤقت لقدر معين من الأصول المالية أو العينية أو معدلات الفوائد، وقد يقع بيع السلع بالأجل إلى من اشترت منه نفسه أو لغيره دون أن تتضمن العملية تبادلاً فعلياً للسلع، وقد يكون فيها حق اختيار بمقابل يعطي صاحبه الحق في التنفيذ أو عدمه.

* **الحكم الشرعي لعمليات المبادلات المؤقتة:** لا تجوز عمليات المبادلات المؤقتة على النحو الذي يجري عليه العمل في أسواق السلع.¹

6- البدائل الشرعية:²

❖ **البديل الأول/** يمكن تعديل عقود البيع المؤجلة البديلين بتطبيق شروط السلم عليها لتصبح مشروعة مع مراعاة تعجيل الثمن في مجلس العقد، وعدم جواز بيع السلع المشتراة سلماً قبل قبضها.

❖ **البديل الثاني /** إذا كان محل لبيع مواد موصوفة في الذمة مطلوب صنعها فإنها تصح ولو مع تأجيل البديلين على أساس عقد الإستصناع، مع مراعاة عدم جواز بيع المصنوع قبل قبضه.

❖ **البديل الثالث /** البيع مع خيار الشرط أو ما يسمى في القوانين (الشرط الفاسخ)، وذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة طوال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على السعة بالربح المؤمل منها، ولصاحب الحق أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، ولا يسقط خياره بذلك إلا إذا باع فعلاً.

❖ **البديل الرابع /** البيع مع العربون؛ وهو بيع يتضمن خياراً للمشتري يعطيه حق الفسخ ولكنه يخسر المبلغ المعجل باسم العربون للتعويض عن البائع الذي امتنع عن بيع السلعة لغير المشتري خلال مدة العربون.

❖ **البديل الخامس/** يقوم هذا البديل على أساس إصدار المصرف وعداً ملزماً لصالح عميله بأن يصرف له عملة محددة (الريالات مثلاً) بسعر صرف محدد بالعملة المحلية (الدينار) خلال فترة معينة أو في تاريخ محدد، ويكون البنك ملتزماً بالوفاء بهذا الوعد؛ بحيث إنه لو نكل عن الوفاء بوعده فسوف يتحمل ما يقع على الموعد من ضرر بسبب هذا النكول، أما الموعد (العميل) فهو بالخيار إن شاء استفاد من الوعد وإن شاء تركه، وفي مقابل هذا الالتزام يتقاضى المصرف من عملية مبلغاً مقطوعاً غير مسترد يمثل أجرة مقابل الوعد، وبعبارة أخرى: يبرم المصرف مع عملية عقداً ملزماً بالوفاء بتنفيذ الوعد، والثمن فيه هو العمولة أو الأجرة التي يحصل عليها المصرف.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع السابق، ص 574، تم الاطلاع عليه يوم:

www.aaofi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html/ .2023/04 /26

² علي محمد أحمد أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، 2016، ص 111.

ثانيا: الأدوات الإسلامية المستحدثة.

إن لزيادة النجاعة والفعالية للسوق المالي الإسلامي في الاقتصاد الإسلامي يتطلب اعتماد أدوات مالية تجسد صيغا تمويلية متوسطة وطويلة الأجل، ومنها الصكوك الإسلامية التي لها خصائص تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى ساهمت في انتشارها انتشارا واسعا ومن أهم هذه الخصائص:¹

1- خصائص الأدوات الإسلامية المستحدثة:

أ- أنها تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة،

ب- أنها وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة،

ج- تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية.

2- الشروط الشرعية لتداول الصكوك:

أ- لا يجوز مبادلة النقود المتماثلة بأكثر أو أقل منها (صرف)

ب- لا يجوز بيع الدين بأقل من قيمته الحاضرة

ج- إذا كانت أصول الصكوك نقودا أو ديونا أو نقودا وديون، فلا يجوز تداولها إلا بمثل قيمتها الحاضرة.

د- إذا كانت أصول الصكوك أصولا عينية أو منافع أو خدمات أو مزيج من هذه الأصول، فيجوز تداولها وبأي قيمة.

ه- إذا كانت أصول الصكوك مزيج من الأصول السابقة ونقود أو ديون أو نقود وديون، فيجوز تداولها وبأي قيمة إذا كانت الأصول من الأعيان أو المنافع أو الخدمات لا تقل عن 51% (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي)، 30% (المعيار الشرعي للأوراق المالية)، ويقترح فقهاء المنهج الإسلامي الأوراق المالية الإسلامية البديلة والمستحدثة التالية: سندات أو صكوك المقارضة صكوك الاستثمار الإسلامية شهادات التوفير الاستثمار الإسلامية صكوك المضاربة المطلقة والمقيدة المختلفة، صكوك صناديق التمويل المتخصصة صكوك صناديق الاستثمار المتخصصة صكوك تمويل عمليات المشاركة، صكوك تمويل بيوع المرابحة، صكوك تمويل بيع السلم، صكوك تمويل عقود الإستصناع.

3- صكوك المقارضة: صكوك المقارضة أو المضاربة:

تعرف صكوك المقارضة (صكوك المقارضة أو المضاربة) بأنها " الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح

¹ مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية-المفهوم والأدوات-تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية(البحرين)، المرجع السابق، ص 98.

والإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على الشيوخ، المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً على السداد التام".

ومن خصائص صكوك المقارضة نذكر:¹

أ- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.

ب- تمثل صكوك المقارضة حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة ابتداءً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.

ج- قابلة للتداول طالما هي تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للشرع، وتطبق عند التداول الأحكام التالية:

د- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

هـ- إذا أصبح مال المضاربة ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

و- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضي عليه.

ولقد طبقت هذه السندات في المؤسسات المالية الإسلامية مثل: البنك الإسلامي الأردني، الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي بالشارقة (الإمارات)، كما قامت وزارة الأوقاف الأردنية بإصدار صكوك المقارضة بموجب القانون رقم 10 لسنة 1981، وذلك المساعدة هذه الجهة (الوقف) على تحقيق الأهداف المقصودة من هذا النظام الإسلامي.

وبوجه عام لا بد أن يتوافر في الصورة المقبولة شرعاً صكوك المقارضة العناصر التالية:

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

¹ مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، المرجع نفسه، ص 99.

4- صكوك الاستثمار الشرعية:

تعتبر صكوك الاستثمار الشرعية بديلا للسندات المحرمة التي تمثل التزاما برد المبلغ مع الفائدة مضافة إليه باعتبارها قروض ربوية. وتعرف صكوك الاستثمار الشرعية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ونقل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

5- صكوك المشاركة:

وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار³⁷، وصكوك المشاركة تختلف عن صكوك المضاربة، في حق صاحبها في المشاركة في الإدارة، ويمكن إصدار سندات أو صكوك المشاركة على عدة صور منها:

- ❖ صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح (سندات المشاركة الدائمة).
- ❖ صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة، ولها عدة صور صكوك المشاركة المستردة بالتدريج، والمستردة خلال زمن محدود والمنتهية بالتمليك.
- ومن بين مواصفات شهادات المشاركة هي كالآتي:¹
- ❖ الاستثمار فيها على أساس الربح والخسارة.
- ❖ قابلة للتحويل.
- ❖ لها تاريخ استحقاق.
- ❖ يمكن تأمينها برهن أصول ثابتة
- ❖ تستعمل فقط للمشروع قيد التمويل.
- ❖ يلزم تعيين مدقق للمراقبة.
- ❖ توزيع الأرباح حسب الاتفاق بين الإدارة والمستثمرين.
- ❖ في حالة الخسائر، تستوعب الاحتياطات، وفي حال عدم الكفاية توزع الخسائر حسب
- ❖ نسبة رؤوس الأموال.
- ❖ يمكن تحويل شهادات المشاركة إلى أسهم عند طلب المستثمر.

¹ مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية-المفهوم والأدوات-تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية(البحرين)، المرجع السابق، ص 100.

- ❖ يحق للمستثمر الاكتتاب في إصدارات جديدة من الشهادات.
- ❖ لا يتم تغيير أي شرط إلا بموافقة المستثمرين.
- ❖ توزع الأرباح قبل اقتطاع الضرائب.

6- صكوك الإجارة:

صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار مقدار المساهمة التي دفعا حامل الصك قياسا على نظرائه الآخرين تعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة.

وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات العقارات السكنية المصانع، أنواع المنقولات المختلفة، وغيرها. وتتمتع هذه الصكوك بخصائص مهمة منها: ثبات العائد وقابليتها للتداول، وقلة المخاطر، وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالية ومرونتها العالية حيث يمكن إصدارها بأجال متعددة، ولأعيان متنوعة

كما يتم إصدار صكوك الإجارة من البنك الإسلامي لشراء معدات أو عقارات ثم تأجيرها، لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل حملة هذه السندات. ويتم إصدارها على نوعين:

6-1- صكوك الإيجار الثابتة وهي تمثل الإيجار المستمر حيث يقوم البنك الإسلامي بإصدار هذه الصكوك ثم يشتري بأموال الاكتتاب فيها عقارات مثلا ويقوم بتأجيرها لمن يرغب في ذلك، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يوزع في نهاية كل فترة على حاملي هذه الصكوك بصفتهم مالكي هذا العقار.

6-2- صكوك الإيجار المتناقصة: ويتم إصدارها بالشكل السابق ولكن يتم تخصيص الأموال لشراء معدات قابلة للإيجار بطريقة التأجير التمويلي.

7- صكوك الإستصناع:

الإستصناع أحد أدوات الاستثمار الناجحة قصيرة الأجل يعرف بأنه عقد يشتري به شيء مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف معينة، ويثمن محدد يدفع عند التعاقد أو بعد التسليم أو عند أجل محدد، وقد انتشر انتشارا واسعا في العصر الحديث، فلم يقتصر على الصناعة البسيطة العادية بل استفيد منه في تقديم صناعات متطورة حديثة، كصناعة الطائرات والبواخر والقطارات وغيرها، بل أصبح أداة مهمة في تشييد المباني والجامعات والمستشفيات ونحوها مما يمكن ضبطه بالمقاييس والمواصفات المتنوعة. ويغطي عقد الإستصناع نشاط المقاولات. وقد استطاعت

البنوك الإسلامية اعتماد الإستصناع كأداة استثمار ومجالاً لتمويل الحاجات العامة والمصالح الحيوية والنهوض بأنشطة الاقتصاد الإسلامي.

8- صكوك المرابحة:

والمرابحة هي بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم. وصكوك المرابحة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، وبالتالي تخصص لتمويل عمليات المرابحة، إلا أنها تعتبر ذات طابع قصير الأجل وتداولها في السوق المالي الإسلامي محدوداً إلا عند الحاجة للسيولة، أو تغير أجال التعامل بها على المدى الطويل.

9- صكوك السلم:

وهي التي تخصص أموالها كرأس مال لعمليات السلم، ويشترط فيها، أن لا يكون المسلم فيه مواد استهلاكية. وإذا اضطر حامل السند أن يبيعه إلى الدولة (الجهة المصدرة) فيجب أن لا يكون ذلك بسعر أعلى.

وهي أداة مالية بديلة لصكوك الخزينة التي لا تتجاوز عادة مدة 90 يوماً. والتي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها. وكانت البحرين سباقة دائماً، فقد أصدرت مؤسسة نقد البحرين أذونات إسلامية خاصة بالسلم لمدة ثلاثة أشهر بقيمة 25 مليون دولار أمريكي وبعائد سنوي، وتسمى بصكوك السلم وقد عرضت على البنوك التجارية والمؤسسات المالية بشكل عام من المعالم الأساسية التي تسبب انهيار سوق الأوراق المالية: المقامرات والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار والتدخلات السياسية. ويمكن علاج الأزمات وفقاً للمنهج الإسلامي على المنهج التالي:

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

8- صكوك المزارعة المساقاة والمغارسة، ويمكن تعريفها:¹

8-1- صكوك المزارعة والمصدر لهذه الصكوك هو مالك الأرض والمكتنين فيها هم المزارعون بأنفسهم أو بغيرهم، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة التي يستحق بها دفعوها نسبة من ناتج الأرض.

¹ مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، المرجع السابق، ص 103.

8-2- صكوك المساقاة والمصدر لهذه الصكوك هو مالك الشجر، والمكتتبين فيها هم المساقون بأنفسهم أو بغيرهم) في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف سقي الشجر التي يستحقون مقابلها نسبة من ناتجه.

8-3- صكوك المغارسة : المصدر لهذه الصكوك هو مالك أرض يريد غرسها بالأشجار، والمكتتبين فيها هم المغارسون، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. قالت هيئة المحاسبة والمراجعة وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبين هم أصحاب الأرض المستثمرون الذين غرسوا الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

9- القرض الحسن:

عرفنا أن المصارف الإسلامية لا تمنح المتعاملين معها قرضا بالمعنى الذي تقوم به المصارف التقليدية كما أنها لا تقوم بخصم الكمبيالات كما هو الحال في المصارف التقليدية، وذلك لأنه لا يجوز للمصرف تقاضي أية زيادة عن المبالغ الممنوحة في هذه الحالة فأيا قرض جر منفعة فهو ربا. ولكن هناك حالات يكون فيها المتعامل مع المصرف الإسلامي مضطرا للحصول على نقد لأي سبب من الأسباب فقد يحتاج نقودا للعلاج أو للتعليم أو للسفر وغيرها وليس من المعقول أن لا يلبي المصرف الإسلامي حاجة هذا الزبون لسببين هما:¹

السبب الاول: إن مصلحة هذا الزبون مرتبطة بالمصرف الإسلامي فهو يودع نقوده فيه ويشترى منه ويتعامل معه في جميع أموره المجدية مما يعني استفادة المصرف من الزبون.

السبب الثاني: هناك مسؤولية اجتماعية تقع على عاتق المصرف وهو مد يد العون والمساعدة للمجتمع الذي يعمل فيه وأهم ما يمكن أن يقممه لأعضاء هذا المجتمع هنا هو إبعادهم عن الاقتراض بالفائدة لذلك يتم منح أي فرد من أفراد المجتمع المسلم هذا القرض سواء كان زبون المصرف أم لا.

¹ سيف هشام صباح الفخري، صيغ التمويل الإسلامي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2009، ص 23.

الفرق بين الصكوك، السندات والأسهم.

الجدول رقم: 02 الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات.

الأسهم	السندات	الصكوك	
حصة ملكية في الشركة.	دين على المصدر	ليس ديناً على المصدر، وإنما حصة ملكية غير مجزئة في الملكيات المحددة المدعومة بالموجودات أو القائمة بها، أو المشاريع التجارية.	الطبيعة
غير مطلوب	غير مطلوب	حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	الموجودات
ملكية المطالبات على الشركة.	مطالبة الدائنين على كيان الافتراض ملكية المطالبات على والامتيازات في بعض الحالات على الموجودات.	ملكية المطالبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية.	المطالبات
غير مضمونة.	عموما السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن، ضمان التزامات الديون، وشهادات صندوق الأمانة.	ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعنية أو المشاريع، بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية.	الأوراق المالية
غير مضمونين	مضمونان من قبل المصدر	غير مضمونين من قبل المصدر	المبلغ الأصلي والعائد
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	مصدر العائد
يمكن إصدارها لأي	يمكن إصدارها	يجب إصدارها لأغراض التمويل المتوافقة مع	الغرض

الفصل الثاني:..... التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي

غرض	لأي غرض	أحكام الشريعة.	
بيع الأسهم في الشركات	أداة بيع الدين (مديونية)	للبيع في الملكية الخاصة في الموجودات والمشاريع	التداول في الأوراق المالية
المسؤولية على شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة	مالكو السندات لا توجد لديهم مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر	المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة	مسؤولية المالكين
قابلة للتداول	قابلة للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية التداول
مرتفعة	منخفضة	يعتمد على طبيعة الأصول	درجة المخاطرة
غير مؤقتة	مؤقتة	مؤقتة	المدة

المصدر: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012 / 2013، ص 82.

المطلب الثالث: الآراء الفقهية حول الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

قام الفقهاء بإصدار قرارات في ما يخص أدوات التمويل الإسلامي والمتمثلة في الآتي

أولاً: مشروعية الإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك:

أ- الإجارة مشروعية بالكتاب والسنة والإجماع والمعقول:

فمن الكتاب قوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَجِرْهُ¹﴾، وقوله تعالى: ﴿لَوْ شِئْتَ لَتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا²﴾.

ومن السنة قوله: «من استأجر أجيرًا فليعلمه أجره»³، وقوله: «أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه»⁴.

¹ سورة القصص، الآية 26.

² سورة الكهف، الآية 77.

³ أخرجه ابن ماجه في سننه 2/817؛ وينظر مجمع الزوائد للهيتمي 4/98، طبعة دار الريان للتراث ودار الكتاب العربي.

⁴ أخرجه ابن ماجه في سننه 2/817، والطبراني في الأوسط (ينظر مجمع الزوائد للهيتمي 98/4).

وقد وقع الإجماع على مشروعيتها:¹

وأما المعقول فلان الإجارة وسيلة للتيسير على الناس في الحصول على المنافع التي لا يقدر على تملك أعيانها، وأما الإجارة المنتهية بالتمليك فهي لا تخرج عن كونها عقد إجارة ترتبت عليه جميع أحكام الإجارة واقترن بها وعد بالتمليك في نهاية مدتها. وقد تأكدت مشروعيتها بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي فصل الصور الجائزة، وغير الجائزة من صور التأجير المنتهي بالتمليك هذا، وإن الإجارة المنتهية بالتمليك المشروعة تتميز عن البيع الإيجاري (Hire-Purchase المعمول به في البنوك التقليدية بأن الإجارة التمليلية التقليدية تطبق أحكام البيع والإجارة كليهما على العين المؤجرة في آن واحد، ثم تنقل ملكيتها إلى المستأجر بمجرد دفع آخر قسط من أقساط الأجرة دون أن يكون هناك عقد مستقل للتمليك. أما الإجارة المنتهية بالتمليك المشروعة، فإنها تطبق فيها أحكام الإجارة على العين المؤجرة إلى نهاية مدة الإجارة، ثم يحصل التملك إلى المستأجر على النحو المبين في المعيار.

والإجارة المقصودة في هذا المعيار هي إجارة الأعيان (أو الأشياء)، وهي عقد يراد به تملك منفعة مشروعة معلومة لمدة معلومة بعوض مشروع معلوم.

ثانياً: مشروعية المرابحة:

ثبتت مشروعية المرابحة بالأدلة التي استدلت بها لمشروعية البيع ومنها قوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ﴾². واستدل لها بعضهم بقوله تعالى: ﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلاً مِّن رَّبِّكُمْ﴾³، باعتبار الربح هو الفضل، كما استدلت بالقياس على التولية فقد اشترى رسول الله صلى الله عليه وسلم الناقة من أبي بكر للهجرة بالتولية؛ لأنه حين أراد أبو بكر هبتها له قال بل بالثمن. وقد اتفق جمهور أهل العلم على مشروعية أصل المرابحة.

ثالثاً: مشروعية السلم:

ثبتت مشروعية السلم بالكتاب والسنة والإجماع. أما الكتاب: فقول الحق تبارك وتعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُوبُوهُ﴾⁴ قال ابن عباس: أشهد أن السلف المضمون إلى أجل قد أحله الله، وأذن فيه، وروي عن ابن عباس قوله: "إن هذه الآية نزلت في السلم خاصة"⁵. وأما السنة: فعن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قدم رسول الله صلى الله عليه وسلم المدينة، والناس

¹ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع السابق، ص 261، تم الاطلاع عليه يوم:

[/ www.aaoifi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html](http://www.aaoifi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html).2023/04 /26

² سورة البقرة، الآية 275.

³ سورة البقرة، الآية 198.

⁴ سورة البقرة، الآية 282.

⁵ ينظر: ابن الجوزي زاد المسير في علم التفسير، 1/ 336، وينظر: ابن كثير، تفسير القرآن العظيم، 1/496.

يسلفون في التمر العام والعامين فقال النبي صلى الله عليه وسلم: (من سلف في تمر فليسلف في كيل معلوم، ووزن معلوم»، وفي رواية، قال: «من أسلف في شيء، ففي كيل معلوم، ووزن معلوم إلى أجل معلوم.¹

وأما الإجماع: فقد حكى ابن المنذر الإجماع، وقال: أجمعوا على أن السلم الجائز: أن يسلم الرجل صاحبه في شيء معلوم موصوف بكيل أو وزن معلوم إلى أجل معلوم.

رابعاً: مشروعية السلم الموازي:

مستند مشروعية السلم الموازي أنه عبارة عن صفقتي سلم كل واحدة منفصلة عن الأخرى بالرغم من مراعاة تماثل الصفات بين العقدین، فلا يفضي ذلك إلى صورة بيعتين في بيعة المنهي عنها.²

مستند المنع من إصدار صكوك سلم قابلة للتداول هو أن تداولها من قبيل بيع الدين الممنوع شرعاً.

خامساً: مشروعية عقد الإستصناع:

ثبتت مشروعية الإستصناع باستصناعه الخاتم والمنبر وبالاستحسان والقواعد العامة في العقود والتصرفات والمقاصد الشرعية، وهو عقد بيع لازم وليس مجرد وعد، وقد صدر بشأنه قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي.³

أ- الإستصناع الموازي

مستند جواز إبرام المؤسسة بصفتها مستنصعا عقد استصناع مواز مع طرف آخر بنفس مواصفات ما اشترته هو أنه عبارة عن صفقتي استصناع لا يوجد ربط بينهما فلا يفضي إلى بيعتين في بيعة المنهي عنه، والذي يمنع كذلك من تحول الإستصناع.⁴

سادساً: مشروعية الشركة (المشاركة):

الشركة بالجملة عند الفقهاء على أربعة أنواع: شركة العنان، وشركة الأبدان وشركة المفاوضة، وشركة الوجوه، وأهمها شركة العنان. وقد ثبتت مشروعيتها بالكتاب والسنة، والإجماع العملي:

أما الكتاب: فقوله تعالى: ﴿ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ﴾⁵

¹ أخرجه البخاري في صحيحه (2/ 781)، ومسلم في صحيحه (3/ 1226).

² هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع السابق، ص 290، تم الاطلاع عليه يوم:

www.aaofi.com/ar/aboutaaofi/aaofi-structure.html/. 2023/04 /26

³ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع نفسه، ص 312.

⁴ هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع نفسه، ص 316.

⁵ سورة ص، الآية: (24).

وأما السنة: فمنها : حديث السائب بن أبي السائب المخزومي: «أنه كان شريك النبي صلى الله عليه وسلم في أول الإسلام في التجارة، فلما كان يوم الفتح، قال النبي صلى الله عليه وسلم: مرحبا بأخي وشريكي، لا يداري ولا يماري»¹.

ثم إن التعامل بالشركة في سائر العصور من لدن أول عصر الرسالة، بعد إجماعا عمليا على جوازها ومشروعيتها.

وهذه الشركات التي عني الفقهاء ببيان أحكامها هي الأساس للشركات الحديثة التي استجدت مثل الشركات المساهمة التي لا ينظر فيها إلى شخص الشريك ولكن ينظر إلى حصص الإسهام في الشركة، ويكون التعويل فيها على الشخصية الاعتبارية. فإن الأحكام والضوابط التي بينها الفقهاء للشركات تغطي ما يتعلق بالشركات الحديثة من أحكام، وأما النظم الإجرائية لتمثيل الشركاء وحفظ حقوقهم وتنظيم الإدارة والمحاسبة فهي من قبيل مقتضيات المصلحة التي لها اعتبارها إذا روعيت فيها الضوابط الشرعية.²

والأساس العام للشركة هو الوكالة، فكل واحد من الشركاء أصيل عن نفسه ووكيل عن بقية الشركاء في التصرف لمصلحة الشركة ويتوافر في شركة المفاوضة الكفالة بالإضافة للوكالة.

سابعا: مشروعية المضاربة وحكمة تشريعها:

تستمد المضاربة مشروعيتها مما يأتي:

(أ) من القرآن قوله تعالى: ﴿وَعَاخِرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾³، والمقصود بالذين يضربون في الأرض أنهم الذين يضربون فيها للتجارة ويكتسبون المال الحلال للنفقة على أنفسهم وعيالهم.

(ب) ومن السنة ما روي أن العباس بن عبد المطلب (إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه ألا يسلك به بحرا ولا ينزل به واديا ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل فهو ضامن لرفع شرطه إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم فأجازه⁴، ومن الآثار ما روى أن عمر بن الخطاب أعطى رجلا مال يتيم مضاربة وكان يعمل به بالعراق⁵، وعن ابن مسعود وحكيم بن حزام أنهما قارضا (أي عملا بالمضاربة)، ولا مخالف لهما في الصحابة، فصار إجماعا.

(ج) وقد ذكر ابن المنذر إجماع أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة.

¹ أخرجه الحاكم 2 / 61، وصححه ووافقه الذهبي.

² هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المرجع السابق، ص 352، تم الاطلاع عليه يوم:

www.aaofi.com/ar/abouaaofi/aaofi-structure.html/ .2023/04 /26

³ سورة المزمل، الآية: (20).

⁴ رواه البخاري، باب المزارعة بالشرط ونحوه، ومسلم باب المساقاة والمعاملة بجزء من الثمر والزرع.

⁵ أخرجه البيهقي في السنن الكبرى 6 / 111.

ثامنا: مشروعية المساقاة:

مستند مشروعية المساقاة السنة والإجماع؛ فمن السنة حديث ابن عمر أن رسول الله صلى الله عليه وسلم «عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج منها من ثمر أو زرع»¹.

ومن الإجماع طبقها الصحابة رضوان الله عليهم سنوات في خيبر حتى أجلاهم الفاروق رضوان الله عليه بلا نكير من أحد، وقد حكى الإجماع أو الاتفاق على جوازها كل من العلامة ابن حزم وموفق الدين ابن قدامة وشمس الدين ابن قدامة وابن مفلح والبهوتي.

مستند لزوم المساقاة بالشروع أو التعهد عموم قوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾².

تاسعا: حكم المزارعة:

اختلف العلماء في حكم المزارعة؛ وسبب اختلافهم يرجع إلى أمرين، الأول: تردد المزارعة في ظاهر الأمر بين أصليين؛ حيث تشبه من وجه عقود المعاوضات التي يشترط فيها انتقاء الغرر والجهالة، وتشبه من وجه آخر عقود الشركات التي يغتفر فيها ما لا يغتفر في عقود المعاوضات، الأمر الثاني: اختلاف الأحاديث الواردة في الباب في دلالاتها؛ ومن هنا كان للعلماء فيها مذهبان:³
أ- المذهب الأول: عدم جواز المزارعة، وهو قول أبي حنيفة وزفر ومالك وأصحابه والشافعي، ومعظم العلماء، غير أن الشافعي أجازها تبعاً إن اشتمل العقد على مساقاة ومزارعة، وكانت الأرض البيضاء متحللة بين الشجر؛ لقاعدة: يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً، وعن مالك رواية تشبه قول الشافعي.

ب- المذهب الثاني: جواز المزارعة: وهو قول أبي يوسف ومحمد وابن أبي ليلى وأحمد، وممن رأى ذلك سعيد بن المسيّب، وطاوس، وعبد الرحمن بن الأسود، وموسى بن طلحة، والزهرري، وروى ذلك عن معاذ، والحسن، وعبد الرحمن بن يزيد، وهم يجيزون المزارعة سواء كانت منفردة أو مقترنة بالمساقاة، وأغلبهم لا يفرق في هذا بين ما إذا كان البذر من صاحب الأرض أو كان من العامل.

¹ أخرجه البيهقي في المعرفة (نصب الراية للزيلعي 114/4، 115) طبعة دار الحديث، تحقيق محمد يوسف البنوري.

² سورة المائدة، الآية: (1).

³ Öğr. Üyesi, Siirt Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Temel İslam Bilimleri Anabilim Dalı, SİİRT ÜNİVERSİTESİ İLAHİYAT FAKÜLTESİ DERGİSİ • CİLT: 5, SAYI, p 198.

خلاصة الفصل:

تم القيام خلال هذا الفصل بدراسة الاطار النظري للتحول لسوق المالي الإسلامي انطلاقا من عرض مفهوم التحول للنظام المالي الإسلامي ودوافعه وضوابطه الشرعية، وكيفية التحول لسوق مالي إسلامي والإجراءات المتبعة التي يكون بها التحول موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية. كما تم التطرق إلى دراسة مختلف الجوانب النظرية للأدوات المالية المتداولة في السوق المالية التقليدية وبدائلها الشرعية باختلاف أنواعها في السوق المالية الإسلامية، التي تعتبر أحد العناصر المهمة والأساسية في القطاع المالي الذي يمثل الركيزة لعملية النمو الاقتصادي.

الفصل الثالث:

السوق المالي الإسلامي الدولي

تمهيد:

تعد الأسواق المالية الدولية همزة وصل بين مختلف الدول بحيث يتم فيها تداول الأوراق المالية لمنشآت وهيئات لدول أخرى، كما أنها تسمح لأي مستثمر مهما كانت جنسيته ان يتعامل بالأدوات المالية التي تصدرها المنشآت المحلية والأجنبية.

يعتبر السوق المالي البحريني نموذجا رائدا بالمقارنة مع الأسواق المالية الأخرى حيث تسعى هذه السوق إلى توفير فرص استثمار وتمويل تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وكذا توفر أدوات مالية إسلامية بديلة ومستحدثة تتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية التي مبدؤها اجتناب التعاملات الربوية في كافة نشاطاتها المالية.

كما يسعى السوق المالي الإسلامي البحريني بكل أدواته الشرعية لتحقيق النمو الاقتصادي وتطوير الاقتصاد الإسلامي، وبناء على ما سبق سنقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث وقسمنا كل مبحث الى ثلاث مطالب، حيث تكلمنا في المبحث الأول عن (الأسواق المالية الدولية)، والمبحث الثاني (الأسواق المالية الإسلامية الدولية) أما المبحث الثالث (السوق المالي البحريني) .

المبحث الأول: مفاهيم مهمة حول الأسواق المالية الدولية.

يشكل السوق المالي الدولي أساس النظام الاقتصادي المعاصر كذلك أداة وصل رئيسية بين عدة أسواق أخرى ولهذا يعتبر شكل من أشكال الانفتاح على الاقتصاد والعالم ككل.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الدولية، أسباب ظهورها وخصائصها.

سننتظر في هذا المطلب إلى تعريف وأسباب ظهور وخصائص سوق الأوراق المالية الدولية وهم

كالتالي:

أولاً: تعريف الأسواق المالية الدولية.

ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعاريف التالية:¹
تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى؛

يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.

سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللاوراق المالية من دول أخرى.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج تعريف لسوق المال الدولية كما يلي : تعتبر السوق المالية الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على التمويل الدولي، كما أنها تمثل مجالاً واسعاً لتوظيف واستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية ونقدية بقيم مالية أكبر ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالمياً.

ثانياً: أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية.

ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية، أو سواء على مستوى الدول والحكومات لدفع عجلة التنمية لديها، وتكمن أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية إلى ما يلي:²

أ- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية؛

¹ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019، ص 33.

² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات، المرجع نفسه، ص 34.

الفصل الثالث:.....السوق المالي الإسلامي الدولي

ب- ظهور البنوك كمؤسسات مالية وفق قوانين وأسس تحكمها سنة 1401 م ، وهو نشأة بنك تاريخ برشلونة في إسبانيا ، والذي كان يقبل الودائع ويخصم الكمبيالات ، ثم تلاه أقدم بنك حكومي تأسس في البندقية فينيسيا سنة 1587 م Banca de la piazza di Rialta ، وجاء بعده بنك أمستردام في هولندا سنة 1609م الذي أنشأته بلدية أمستردام لكي يرتعي حسن تسيير الودائع ،وبعدها ازدهرت أعمال البنوك بأشكالها المختلفة وانتشارها في العالم؛

ج-ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم وكان أولها في أنفر (Anvers) ببلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608 ، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1808، وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن وروول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية؛

د-ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول ؛

هـ-دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة والتي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية؛

و-هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانيات الأفراد والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم؛

ز-توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول ؛

ح-زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية؛
ط-تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها ، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها .

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية الدولية.

تتميز أسواق الأوراق المالية الدولية بسمات متعددة من أهمها ما يلي:¹

أ-ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في تلك السوق، بحيث يشكل ذلك الحجم نسبة عالية من التبادلات التجارية بشكل اعتيادي.

ب-ارتفاع نسبة مساهمة ذلك السوق في القيمة الكلية للمبادلات الدولية .

ج-عتماد شبكات الاتصال الدولية في التعاقدات على المبادلات الدولية ومتابعة إجراءات التنفيذ. ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية . تزايد دور المعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة أو الاتصالات السلكية واللاسلكية.

د-غالبية الأسواق تسودها المضاربة والتقلبات الشديدة والحساسية العالية للشائعات. المنتبج لتقلبات الأسواق المالية الدولية بمختلف فتراتها يلاحظ أن هناك ارتباطاً واضحاً فيما بين هذه الأسواق، وهذا يؤكد مدى عالمية الأسواق المعنية.

ه-نضوج واستقرار مؤشراتته المالية التي تعكس بدقة حركة تلك السوق.

و-وبشكل عام تظهر الأسواق المالية الدولية في بلدان تنتم بأنظمة مالية متكاملة، كما تضم مجموعة متناسقة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والأنظمة والترتيبات والأساليب التي يجرب من خلالها تبادل الأسهم والسندات ، وتحدد معدلات الفوائد وتتولد الخدمات المالية وتخضع كافة النشاطات المالية لعلاقات شفافة ولرقابة إدارية ومالية تعمقان من ثقة المقيمين وغير المقيمين على حد سواء.

المطلب الثاني: آليات التعامل وأهم الأسواق المالية الدولية.

سنتطرق في هذا المطلب إلى آليات التعامل وأهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية وهم كالتالي:

أولاً: آليات التعامل في الأسواق المالية الدولية.

في الغالب تصدر الأوراق المالية إما مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة من الدول واما بوحدات نقدية حسابية" أو "مركبة لا تتداول بالفعل وإنما تستخدم فقط كوحدات للقياس، وذلك لما لها من مزايا العملات الحقيقية لتجنب ما قد يطرأ على العملة من تقلبات قد تضر بمصلحة المتعاملين في السوق المالية؛ ويتم التعامل بها في هذه الأسواق على وفق مؤشرات يتم على ضوءها تحديد التوجهات التي يمارسها المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الأسواق المالية:

أ-المؤشرات الاقتصادية:

¹ قواجلية ابتسام، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية، أطروحة مقدمة شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019/ ص 07.

تتأثر حركة أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهّنات والتوقعات في السوق، مثل حالة الإعلان عن ميزانية مالية ضخمة أو نهج استثماري طموح، والذي يعني توقع ارتفاع الأسعار بشكل عام؛ كما أن القيام بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن ينعكس على حالة وأوضاع الأوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو، وهكذا في اعتماد إحصاءات الإنتاج الصناعي، أو الناتج القومي، أو الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في أسواق البورصة في الدول المتقدمة.¹

1- المؤشرات النقدية والمالية:

وهي من أهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الأسعار في السوق المالية إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه المستثمرين نحو الإيداع في المصارف والقيام ببيع أسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتخفض أسعارها في حين تتجه الأموال نحو السوق المالية في حالة هبوط أسعار الفائدة في المصارف أو تحويلها إلى سوق السندات؛ كما أن زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وبعبارة أخرى فإن انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف يعمل على انخفاض أسعار الأسهم، وعليه فإن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد أو تقليصه ينعكس على تحول أسعار الفائدة نحو الارتفاع أو الانخفاض؛ ومن ثم التأثير على اتجاهات الأسعار في السوق المالية تبعاً لذلك.²

2- حجم التداول في البورصة:

يحدد عدد الأسهم والسندات المتداولة في السوق المالية قوة السوق وتوقعات صعوده وهبوطه بالمستقبل، إذ أن كثافة حجم التداول تعني تفاؤلاً للمستثمرين وإقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الأسعار نتيجة لذلك؛ أما إذا حققت السوق تقدماً أو عرضاً ولم يرافقه تداول كثيف، فعندها تبقى الأسعار على حالها أو تتجه نحو الانخفاض بسبب الجمود النسبي للمشاركة، وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الأسعار باتجاهات النزول. ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب والتي يعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك؛ فالطلب إذا ليس وحده الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار، وهكذا فإن لهذه السوق خصائص تختلف عما هي عليه في الأسواق الاستثمارية والسلع الاستهلاكية وهي التي تعكس فاعلية آلية العملية الاستثمارية في تلك الأسواق؛ ومن بين الخصائص المهمة على سبيل الذكر التالي:³

- الطابع الفردي لهذه الأسواق يجعل المستثمر يواجه أطرافاً قوية في جانب الإصدار والتسويق ممثلة بالهيئات العامة والشركات الكبرى؛ وهي التي لها القدرة على الخوض في السوق الدولية.

¹ عبد الرزاق بوعبيطة، أسواق مالية دولية، دار الباحث، برج بوعرييج- الجزائر، ط 1، 2020، ص 29.

² عبد الرزاق بوعبيطة، أسواق مالية دولية، المرجع نفسه، ص 29.

³ عبد الرزاق بوعبيطة، أسواق مالية دولية، المرجع نفسه، ص 29.

الفصل الثالث:.....السوق المالي الإسلامي الدولي

- إنه من الصعب على المستثمر أن يلم إماماً كافياً بالأوضاع السائدة في الأسواق بصفة عامة؛ وكذلك بأوضاع الهيئات التي يستثمر أوراقها ، وكثيراً ما يعتمد في هذا الشأن إما على بضعة معلومات عامة، وإما على نصائح وإرشادات المتاجرين بالأوراق المالية؛ هذا إذا ما علمنا بأن غالبيتهم يلتجئون إلى خدمات المتخصصين نظراً لما يفرضه هؤلاء من شروط، ومن رسوم قلما ترتبط بنوعية الأداء وفعاليتيه.

- يحتاج حملة الأوراق المالية وخاصة حملة السندات إلى تشديد حمايتهم ليس من المخاطر في السوق العادية والناجمة عن تغير سعر الفائدة أو أسعار الصرف أو ائتمان الأوراق المالية، وإنما المخاطر الناجمة عن تخلف المدينين (وخاصة في سوق السندات عن أداء التزاماتهم، والمتمثلة في صعوبة الحصول على العملات الأجنبية عند التسديد أو التأخر عن دفع الفوائد والأقساط، أو فرض الرقابة على الصرف أو فرض الضرائب، كالضرائب على التحويلات وغير ذلك.

ثانياً: أهم الأسواق المالية العالمية.

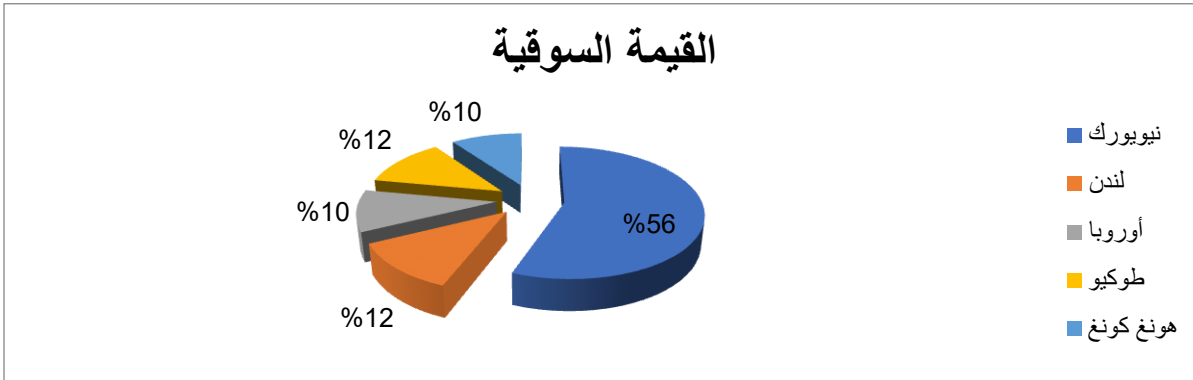
أهم الأسواق المالية العالمية	النشأة	القيمة السوقية
نيويورك	أنشأ عام 1817 وتعتبر البورصة الأولى للولايات المتحدة الأمريكية، تحتل المركز الأول في العالم	بلغت قيمتها السوقية 16 ترليون دولار أمريكي. بلغ متوسط قيمة تداولها اليومية في عام 2018 ما يقارب 169 مليار دولار أمريكي.
لندن	أنشأت في عام 1801 وتعتبر أهم مركز مالي أوروبي كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم	تبلغ قيمة سوقية لبورصة لندن 3.396 ترليون دولار أمريكي.
أوروبا	يورنكست وأنشأت في عام 2000 بعد توحيد الاتحاد الأوروبي مقرها أمستردام (هولندا) ولها عدة فروع في بلدان أوروبية أخرى	تبلغ قيمتها السوقية ما يقارب 2.93 ترليون دولار أمريكي.
طوكيو	أنشأت في عام 1878 مقرها طوكيو في اليابان وهي أكبر بورصة في آسيا وثالث أكبر بورصة في العالم	تبلغ قيمتها السوقية 3.478 ترليون دولار أمريكي.
هونغ كونغ	أنشأت لأول مرة في عام 1891 حيث تحتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة طوكيو وبورصة شانغهاي	بلغت قيمتها السوقية 2.831 ترليون دولار أمريكي.

المصدر: بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019، ص 85.

التعليق على الجدول:

من خلال الشكل نلاحظ أن القيمة السوقية لبورصة نيويورك بلغت 16 ترليون دولار أمريكي بنسبة 56 % في المرتبة الأولى عالميا، تلتها بورصتي لندن وطوكيو بنسبة 12 % لكل منهما حيث بلغت القيمة السوقية 3.478 و3.396 ترليون دولار على التوالي. في حين بلغت نسبة القيمة السوقية لكل من بورصة أوروبا وبورصة هونغ كونغ 10 % بمقدار 2.93 و2.83 ترليون دولار لكل منهما.

الشكل رقم 06: القيمة السوقية لبعض بورصات العالم



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Excel.

المطلب الثالث: نماذج عن إصدار الصكوك الإسلامية وأشكال الاندماج.

تعد الصكوك الإسلامية من الأهم الأدوات الإسلامية المتطورة والتي شهدت انتشارا ونموا واسعا في السنوات الأخيرة وهنا تطرقنا لبعض التجارب في التمويل الإسلامي.

أولا: نماذج عن إصدار الصكوك الإسلامية (كنوع من أنواع التحول).

إن التطور والانتشار الكبير للصكوك الإسلامية في العالم أدى إلى انضمام بعض الدول الأجنبية لخوض هذه التجربة وهنا نطرح بعض من أشكال التحول المتداول في الشق النظري من الدراسة، كما تسعى البلدان جاهدة إلى تنمية إقتصادها خاصة مع التمويل الإسلامي الذي شهد تطورا كبيرا و الذي يشمل تحسنا في آليات عمل أدوات هذا التمويل وزيادة خياراته المتاحة سواء على مستوى تمويل المشاريع الصغيرة و المتوسطة أو على مستوى تمويل المشاريع التنموية الضخمة في حين تعد الصكوك وسيلة لتمويل المشروعات في العديد من القطاعات أهمها الصحة ، التعليم ، الزراعة

أ- تجربة المملكة المتحدة في المالية الإسلامية .

بدأ ظهور التمويل الإسلامي في بريطانيا عام 1980 كما أنشئ أول بنك إسلامي عام 1982 وهو بنك البركة الإسلامي وقدمت الكثير من الخدمات المالية الموافقة لأحكام الشريعة فقد سعت بريطانيا منذ عام 2003 إلى عدم وجود تفرقة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية فيما يتعلق بالقوانين والتسهيلات المقدمة لكل قطاع . وفي ما يخص الصكوك الإسلامية فتعتبر بريطانيا أول دولة

الفصل الثالث:.....السوق المالي الإسلامي الدولي

خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكاً إسلامية والتي تعتبر الأساس لسوق التمويل الإسلامي، وبورصة لندن هي المكان الرئيسي لإصدار وتداول الصكوك.

وأول صك إسلامي تم إصداره في بورصة لندن كان لدولة الإمارات بقيمة 200 مليون دولار عام 2007 وبعد عام 2008 تم إصدار قرارات جديدة خاصة بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية وهو ما اعتبره الخبراء أهم إجراء اتخذته لندن لتشجيع نمو المصارف الإسلامية ولجذب رؤوس أموال المدخرين، كما تم إصدار صكوك المشاركة في عام 2010، وكان هناك عشرة صكوك متداولة في بورصة لندن بقيمة 5.1 بليون دولار عام 2011، وتم إضافة اثنين آخرين بداية عام 2012 ووصل عدد الصكوك إلى 37 صك بالبورصة بقيمة 20 بليون دولار عام 2012 وفي عام 2014 أصبحت بريطانيا المركز الغربي للتمويل الإسلامي فقد بلغت قيمة الإصدار للصكوك السيادية حوالي 200 مليون جنيه استرليني تستحق في 2019.

وتلقت الصكوك حينها طلباً عالياً، حيث بلغ مجموع الطلبات 2.3 مليار جنيه استرليني، ونسبة عائد 2.036%، واستمر إصدارها للصكوك حتى السنة الحالية. وهذا بدوره يعطي مثلاً وليلاً واضحاً على مدى التأثير الكبير للصكوك الإسلامية وما لها من دور وقدرة على جذب المدخرات المالية واستثمارها، والكفاءة في جذب الأموال من أصحاب الفوائض المالية واستقطاب المستثمرين من أصحاب العجز المالي وذلك بقيامهم بإصدار الصكوك الإسلامية، وهذا كله يثبت في توجه دولة كبيرة وغير إسلامية في رغبتها باستخدام الصكوك الإسلامية.¹

الجدول رقم (02) يمثل عدد الصكوك المدرجة والمتداولة في بورصة لندن بين (2009- 2016)

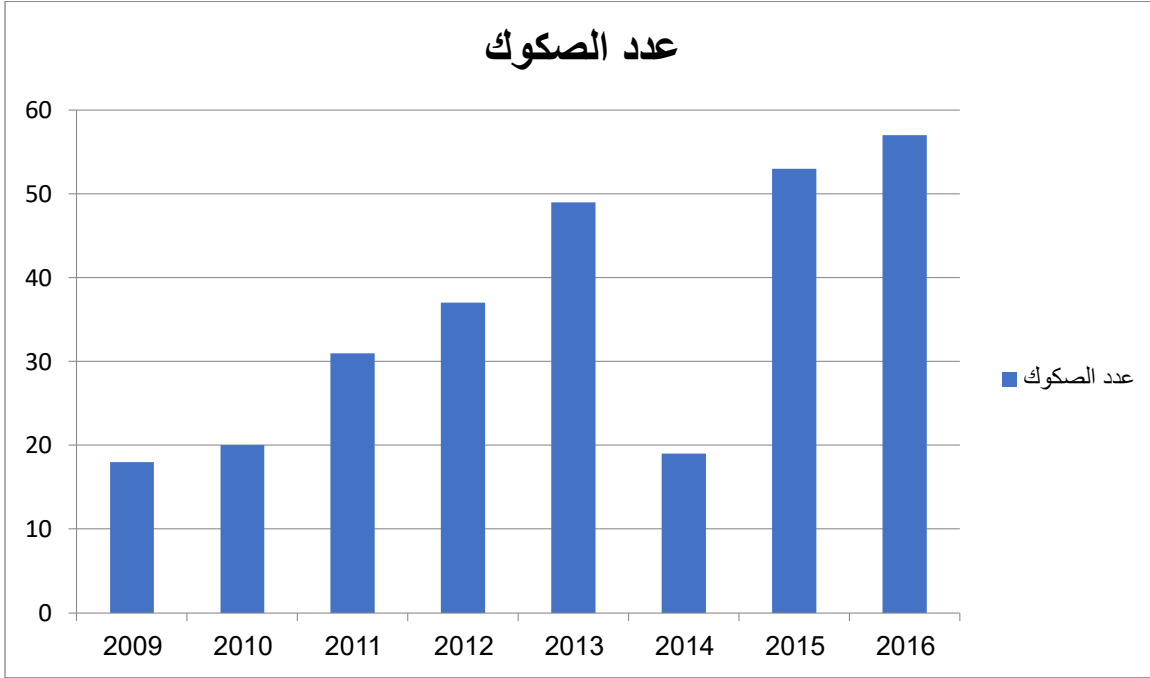
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الصكوك	18	20	31	37	49	49	53	57

المصدر: نادية بلعباس، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية- دراسة لبعض التجارب الدولية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2020/2021، ص 53.

-نلاحظ أن هناك ارتفاع كبير في عدد الصكوك المدرجة في البورصة لندن حيث تم إصدار بين سنتي 2009 و2010 صكين أما سنة 2011 بلغت عدد الصكوك 31 صكاً، وسنة 2012 وصل عدد الصكوك المدرجة في بورصة إلى 37 صك وفي عامي 2013 و2014 فقدر عدد الصكوك ب: 49 صك، ووصول عدد الصكوك المدرجة ببورصة إلى 57 صك سنة 2016.

¹ أسيل بسام دريس، دور أدوات التمويل الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية " الصكوك أنموذجاً "، بحث لاستكمال متطلبات الحصول علي درجة البكالوريوس في المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية كلية الشريعة قسم المصارف الإسلامية، 2020، ص 59.

الشكل رقم (07) عدد الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصة لندن (2009 - 2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق

ب- التجربة الماليزية في المالية الإسلامية.

تعتبر ماليزيا من الدول السبّاقة في تطبيق التمويل الإسلامي حيث تعود نشأة الأنشطة الإستثمارية الإسلامية إلى الستينيات، أما البداية الحقيقية للعمل المصرفي فتعود للثمانينات التي تمثلت بإصدار قوانين بذلك بالإضافة إلى إنشاء أول مصرف إسلامي ماليزي وشركات تأمين إسلامية. لكن التطور الحقيقي ظهر في التعامل بالصكوك الإسلامية والذي بدأ في أوائل التسعينات فقد تم إصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول للمرة الأولى في السوق المحلي عام 1990 ، وتبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، وهي البلد الأول في إصدار الصكوك كونها تحتوي على سوق مالية إسلامية أصلاً . فقد بلغ عدد الصكوك المحلية - حتى عام 2014 إلى 3310 وبالغلة قيمتها 451 مليار دولار .

كما شهدت السوق الرئيسية للصكوك في ماليزيا انتعاش اقتصادي بعد الأزمة العالمية عام 2008 وحافظت على حجم الإصدار لما لها من قاعدة واسعة من المستثمرين وهذا يدل كذلك على أن تعاملها في الصكوك كان له تأثير إيجابي ودور في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية بشكل عام سوق الأوراق المالية بشكل خاص. ومن آثار الصكوك كذلك هو نسبة الناتج المحلي الإجمالي والتي بدأت بالنمو والارتفاع مع استخدام الصكوك.

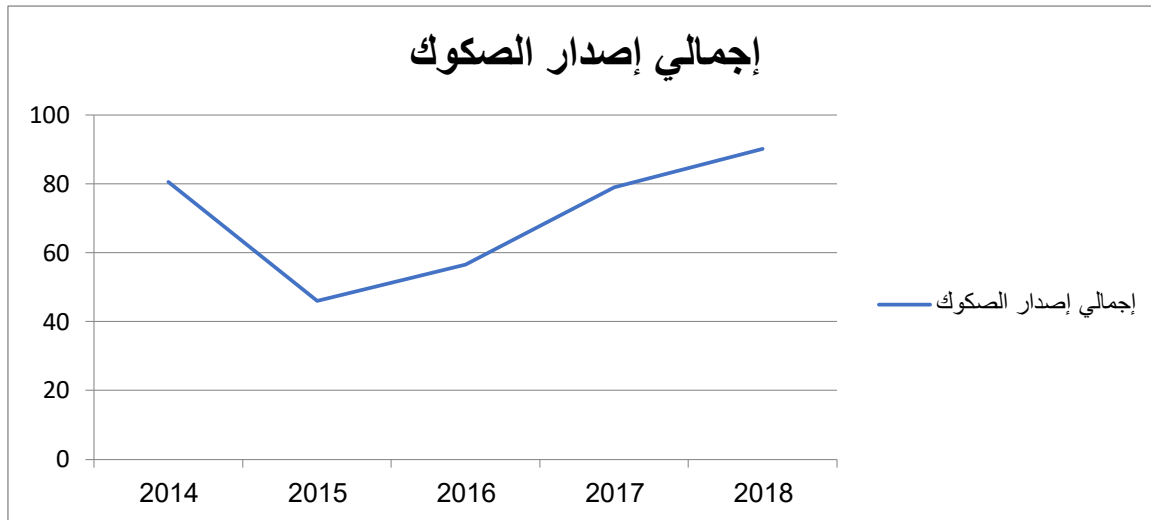
الجدول رقم 03: تطور إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية محليا (2014- 2018)

السنة	2014	2015	2016	2017	2018
إجمالي إصدار الصكوك (مليار دولار)	80.57	45.938	56.574	79.069	90.162
		8	4	9	2

المصدر: نادية بلعباس، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 40.

من خلال الجدول والشكل السابقين سجلنا زيادة إصدار الصكوك الإسلامية محليا سنة 2018 حيث بلغ 90.162 مليار دولار، في حين بلغ إصدار الصكوك 79.069 مليار دولار سنة 2017، وسجلنا ارتفاع قدره 39.7% سنة 2016 في حين بلغ إصدار الصكوك 45.938 مليار دولار سنة 2015، وسنة 2014 بلغ إصدار الصكوك حوالي 80.5 مليار دولار أمريكي.

الشكل رقم 08: تطور إجمالي الإصدار الصكوك الإسلامية محليا (2014- 2018)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق

ج- تجربة بنك التنمية الإسلامي.

يعتبر البنك الإسلامي للتنمية (Islamic Development Bank) مؤسسة مالية دولية، أنشئت تطبيقاً بمقررات مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية ، والذي عقد في مدينة جدة عام 1973م، وتم افتتاح البنك رسمياً في عام 1975م ويبلغ عدد الأعضاء فيه 55 عضواً وله ثلاثة مكاتب إقليمية في كل من ماليزيا والمغرب وكازخستان والهدف من إنشاء هذا البنك، دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدول وفقاً لمبادئ الشريعة.¹

¹ منير سليمان الحكيم، وزن سالم العطيات، دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دت، د ب، ص 22.

الفصل الثالث:.....السوق المالي الإسلامي الدولي

وذلك من خلال ترسيخ مبدأ التضامن الإسلامي والتعاون المشترك بين الدول الإسلامية، وقد اصدر البنك الإسلامي للتنمية أول صكوك في أسواق راس المال العالمية المرتبطة بمؤشر (sofr) على تصنيف ائتماني ممتاز AAA - Aaa - AAA من قبل مؤسسات التمويل الدولية مثل موديز (Moody's) واستاندرد آند بورز (Standard and Poor's) وفيتش (Fitch)، واعتبرته لجنة بازل للرقابة المصرفية والمفوضية الأوروبية مصرفاً إئتمائياً متعدد الأطراف حيث يتضمن الطرح الآن ليات جديدة خالية من المخاطر.¹

ويقوم البنك الإسلامي للتنمية بتعبئة الموارد من قبل الشركات في الدول الأعضاء عن طريق أدوات تمويل متنوعة ومتوائمة مع الشريعة ومن بينها الصكوك.

وأطلق البنك أول إصداراته عام 2003 م ليختبر جدوى هيكل مقترح لصكوك تستند إلى توريق محفظة من الأصول المختلطة، فأصدر بنجاح صكوك استثمار بقيمة (400) مليون دولار أمريكي، عن طريق شركة التضامن المحدودة شركة ذات غرض خاص) لفترة استحقاق مدتها خمس سنوات واشتملت محفظة الأصول في صفقة توريق البنك الإسلامي للتنمية أصول إجارة شكلت ما نسبته (65.8%) من حجم المحفظة، وحسابات قبض لعمليات مرابحة واستصناع شكلت (34.2)، ولما كانت أصول الإجارة يمكن تحويلها من قبل البنك الإسلامي للتنمية بحرية بأي سعر، فقد تمكن بهذه الهيكلة من تحويل حسابات القبض أيضاً. وعلى الرغم من أن حسابات القبض وصيغ الديون الأخرى لا يمكن إحالتها إلا بالقيمة نفسها وفق مقتضى الشريعة، فإنه إذا خلطت بالأصول العينية في محفظة واحدة يمكن بيع تلك المحفظة كلها بأي سعر كان.

وأصدر البنك الإسلامي للتنمية الإصدار الثاني من صكوك الاستثمار سنة 2005م بقيمة (500) مليون دولار أمريكي، ثم تلاها الإصدار الثالث سنة 2008م بقيمة (600) مليون دولار أمريكي، وبقيمة (850) مليون دولار أمريكي للإصدار الخامس سنة 2009م.

واستمرت مسيرة البنك الإسلامي للتنمية في إصدار الصكوك ومن أهم إصداراته مؤخراً، وفي إطار برنامج إصدارات الصكوك المتوسطة الأجل، أصدر البنك الإسلامي سنة 2016م صكوكاً بقيمة (1.25) مليار دولار أمريكي، تستحق بعد خمس سنوات من تاريخ الإصدار، وقد عهد البنك الإسلامي لإدارة هذا الإصدار لعدد من البنوك التجارية، أما من حيث طبيعة الجهات المشاركة فقد شكلت البنوك المركزية والجهات الحكومية (90%) من المستثمرين النهائيين، في حين تحصلت البنوك المشاركة في الصفقة على (10%) من حجم الإصدار النهائي، ويتأسس صفقة هذا الإصدار الإصدارات العالمية من حيث الحجم مقارنة بغيرها من الإصدارات.²

¹ تقرير البنك الإسلامي للتنمية سنة 2021، www.isdb.org.sa، تم الاطلاع عليه يوم: 2023/05/24.

² عيسى يوسف بازيئة، الصكوك الإسلامية: التجارب والممارسات الدولية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة مصراتة، ليبيا، 2018، ص 15.

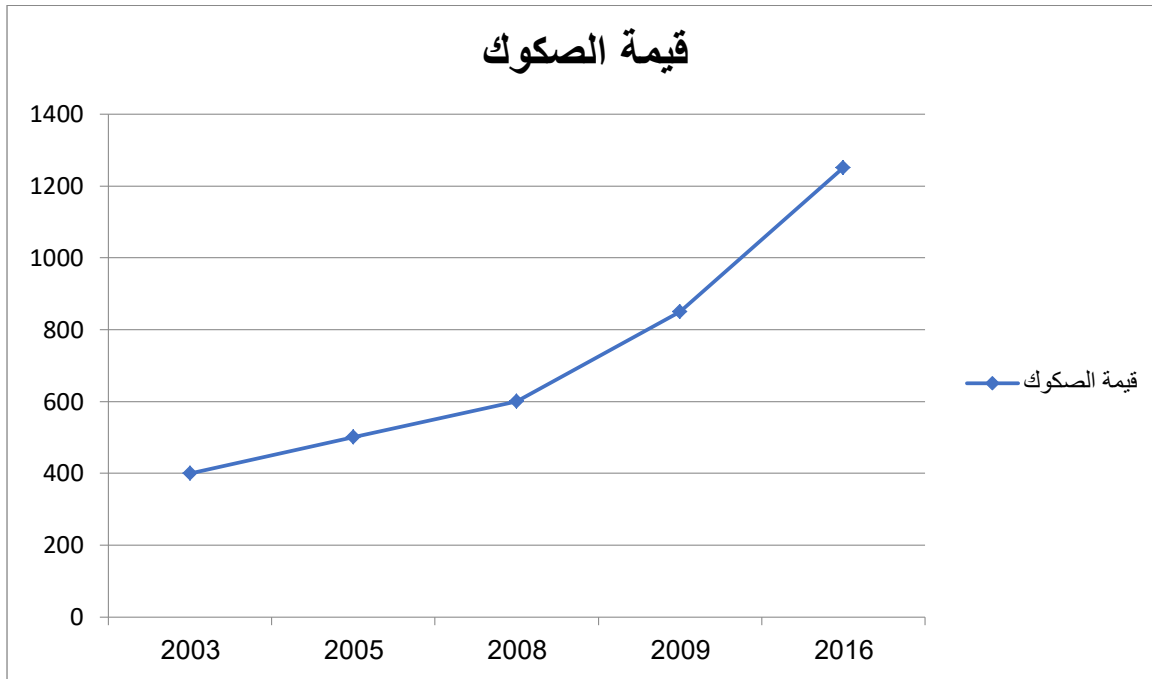
الجدول رقم 04: إصدارات الصكوك الخاصة بالبنك الإسلامي للتنمية

السنوات	2003	2005	2008	2009	2016
قيمة الصكوك (مليون دولار)	400	500	600	850	1250

المصدر: من إعداد الطالبتين.

من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع ملحوظ في قيمة الصكوك لدى البنك الإسلامي للتنمية، حيث بلغت 1250 مليون دولار مقارنة بعام 2009 حيث بلغت قيمتها 850 مليون دولار، حيث يعتبر البنك الإسلامي للتنمية نقطة مرجعية هامة لغيره من المؤسسات في مجال إصدار الصكوك

الشكل رقم 09: إصدارات الصكوك الخاصة بالبنك الإسلامي للتنمية



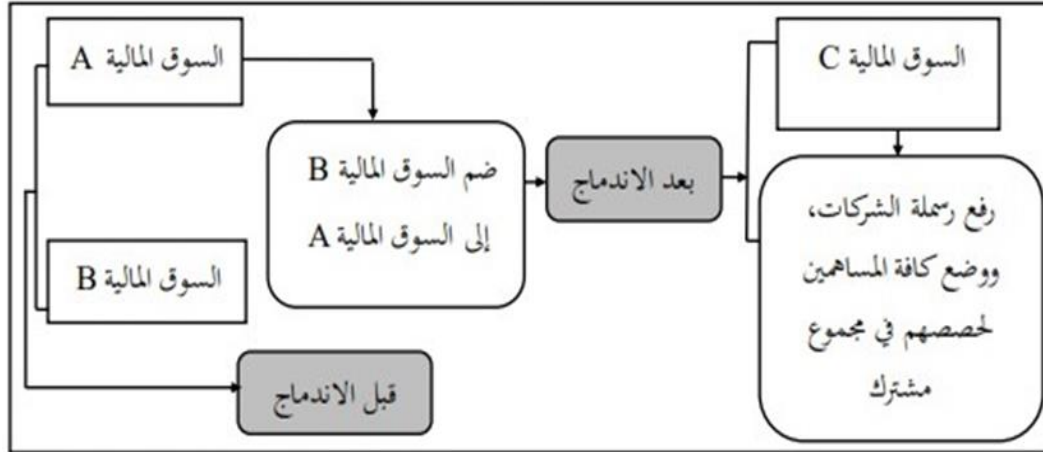
المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول.

ثانيا: أشكال الاندماج في السوق المالي الدولي.

أ- الاندماج (Merger): يُعرف الاندماج بين الأسواق المالية الدولية على أنه اتفاق ودي وإرادي بين سوقين ماليين أو أكثر، بحيث ينتج عن هذا الاندماج، ضم الأسواق المالية المندمجة إلى السوق المالي الدامج، وظهور كيان مالي جديد¹، ويمكن توضيح عملية الاندماج بين الأسواق المالية في الشكل التالي:

¹ بن معتوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، المجلد 5، 3، ديسمبر 2019، ص 270.

الشكل رقم 10: عملية اندماج السوق (A) مع السوق (B)



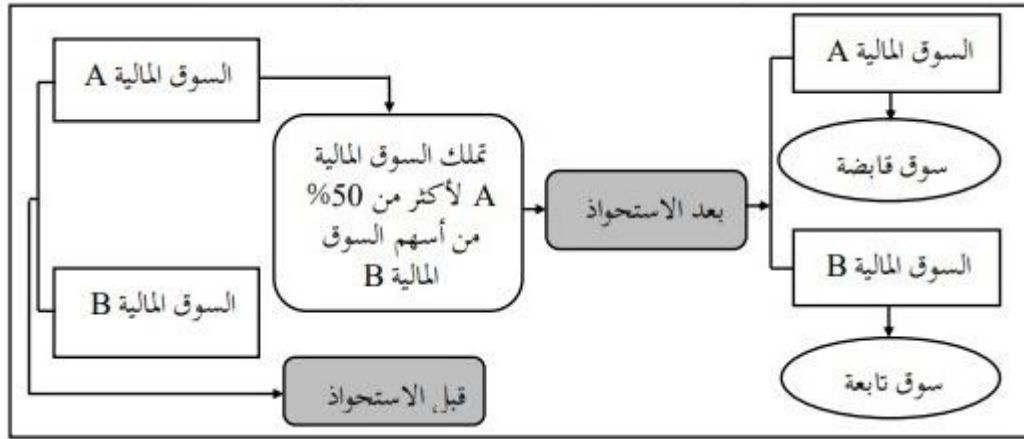
المصدر: بن معتوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية، تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمدالبشير الابراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، ص 269.

نلاحظ من خلال الشكل أن صفقات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية تؤدي إلى ذوبان الأسواق المندمجة في السوق الدامجة وظهور كيان مالي جديد يعمل على خلق الثروة للمساهمين وتحقيق أهداف أصحاب المصالح من خلال خلق وضع تنافسي أفضل للكيان السوقي الجديد تزداد فيه القدرة التنافسية للأسواق الناتجة عن الاندماج وفرص الاستثمار وتوظيف عوائدها المتركمة واستخدامها لاستحداث أو صناعة أسواق جديدة وتطوير أسواق قائمة، وتوفير الوسائل والأدوات اللازمة من أجل صناعة الأوضاع والظروف السوقية الملائمة، وتفعيل الموارد المتاحة لتعطي أقصى عائد لها وتُحقق وفورات الحجم الكبير.

ب- الاستحواذ (Acquisition) يُعرف الاستحواذ على أنه تملك سوق مالي معين لسوق آخر مع استمرار كل منهما في الوجود، ويتم الاستحواذ عن طريق قيام سوق مالي معين بشراء غالبية أوكل الأسهم العادية لسوق مالي آخر (أكثر من 50%) وتنشأ علاقة تبعية بين الكيانين الماليين، بحيث يُسمى السوق المستحوذ بالسوق القابض، ويُسمى السوق المستحوذ عليه بالسوق التابع¹، وهنا لا يصبح السوق القابض أحد المساهمين فقط في السوق التابع، ولكن يصبح المساهم الرئيس، وكمثال على ذلك نجد استحواذ بورصة الأورونكست Euronext على البورصة الأيرلندية للأوراق المالية بنسبة 100% من الأسهم وحقوق التصويت، واستمرار البورصة الأيرلندية باسم أورو نكست دبلن Euronext Dublin، ويمكن توضيح عملية الاستحواذ بين الأسواق المالية في الشكل التالي:

¹ بن معتوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية، المرجع السابق، ص 271.

الشكل رقم 11: عملية استحواذ السوق (A) على السوق (B)



المصدر: بن معنوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية، تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة البشير الابراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، ص 270. نلاحظ من خلال الشكل أنه بعد استحواذ السوق المالية (A) على السوق المالية (B) يصبح كوحدة مالية واقتصادية واحدة تديرها السوق المالية المستحوذة أو القابضة.

المبحث الثاني: مفاهيم مهمة حول الأسواق المالية الإسلامية الدولية.

يعتبر فتح أو إنشاء سوق مالي إسلامي دولي سنة 2002 في دولة البحرين بالاتحاد مع مجموعة من الدول الإسلامية شكل من أشكال التحول المذكور فالجانب النظري.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية الدولية، أهدافها ومهامها.

تطرقنا في هذا المطلب إلى مفهوم السوق المالية الإسلامية الدولية وأهدافها ومهامها.

أولاً: تعريف السوق المالية الإسلامية الدولية.

هي منظمة عالمية غير ربحية أنشأت بموجب المرسوم الملكي رقم 23/2002 لمملكة البحرين، وهي هيئة تختص بوضع المعايير لصناعة الخدمات المالية الإسلامية وتركز على التنسيق بين المنتجات المالية الإسلامية وقطاع المال والأسواق المالية، تأسست السوق المالية الإسلامية بفضل التعاون العالمي لكل من مصرف البحرين المركزي، بنك إندونيسيا، البنك المركزي السوداني، بنك نيجارا الماليزي والبنك الإسلامي للتنمية إضافة إلى بروناي دار السلام، تشتمل السوق المالي الإسلامية الدولية على لجنة شرعية ولجنة للتطوير والتكنولوجيا، وتعمل تحت إشراف مجلس إدارتها والمؤسسات الأعضاء فيها وتجمع الخبرات من مجموع البنوك والمشاركين القانونيين والمحاسبين والاستشاريين الذين يعملون معا تحت إشراف مجلس الشريعة الإسلامي.¹

ثانياً: أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية.

- أنشأت السوق المالية الإسلامية بهدف تحقيق مجموعة من الأهداف الرئيسية والمتنامية والمتمتلة في:²
- أ- إدخال وتطوير عقود مالية قياسية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
 - ب- خلق الوعي بمجال المعاملات المالية الإسلامية والسوق المالي من خلال تنظيم ندوات وورش عمل متخصصة وكذا نشر التقارير البحثية؛
 - ج- تلبية احتياجات الصناعة في مجال رأس المال والأسواق المالية وتمويل الشركات والتجارة؛
 - د- توفير منصة عالمية مشتركة من خلال جلب الهيئات والمؤسسات التنظيمية والبورصات والجمعيات الصناعية؛
 - هـ- تسهيل وتوحيد التوافق الشرعي والإصلاحات القانونية في الأسواق المالية الإسلامية؛
 - و- إنشاء بيئة عمل تشجع كلا من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية للمشاركة في السوق المالي والتعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.

¹ عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، المجلد 34، العدد1، 2020، ص 1509.

² عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، المرجع نفسه، ص 1510.

ثالثاً: مهام السوق المالية الإسلامية الدولية.

- أ- تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجارييتين الداخلية والدولية
ب- ابتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة معايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة؛
ج- تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات الأسواق.¹

المطلب الثاني: الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية.

من خلال ما سبق ذكره يمكن إصدار أوراق مالية إسلامية تتضبط بالضوابط الشرعية من حيث النشاط الحلال والتمويل القائم على المشاركة، والعائد القائم على الغنم بالغرم، ومن أمثلة تلك الأوراق:²
أولاً: شهادات الاستثمار القابلة للتداول:
وتمثل شهادات يتم إصدارها وفقاً لنظام المضاربة الشرعية مقابل أموال المستثمرين ويمكن هنا التمييز بين نوعين من هذه الشهادات:

ثانياً: شهادات الاستثمار المخصصة: وتخصص حصيلتها للاستثمار في مشروع معين أو نشاط اقتصادي، محدد أو صيغة استثمارية معينة بذاتها وبناء على ذلك يمكن إصدار شهادات استثمار وفقاً للمشروعات أو الأنشطة سواء كانت زراعية أم صناعية أم تجارية، كما يمكن إصدار شهادات استثمار وفقاً للصيغ الاستثمارية المختلفة فيمكن على سبيل المثال إصدار الشهادات التالية:
أ- شهادات إجارة: وتمثل ملكية حصص متساوية في عين مؤجرة تعطي لصاحبها حق التملك، والحصول على الأجرة، والتصرف بملكية بما لا يضر بحقوق المستأجر.
ب- شهادات سلم: وتمثل ملكية حصص متساوية في بيع سلع مؤجلة التسليم بثمان معجل، سواء أكانت هذه السلع زراعية أم صناعية أم تجارية أم خدمية، ينتجها البائع أو يشتريها جاهزة من السوق.
ج- شهادات إستصناع: وتمثل أحد صور بيع السلم، ويطلق عليها شهادات السلم في الصناعات لاقتصارها على صناعة سلع بمواصفات معينة.

ثالثاً: شهادات الاستثمار العامة: وتخصص حصيلتها للاستثمار في أنشطة البنك المتنوعة ومشاريعه المتعددة، وصيغة الاستثمارية المختلفة.

أ - وثائق صناديق الاستثمار

وتصدرها صناديق استثمار القيم المنقولة، وغير القيم المنقولة مقابل أموال عدد كبير من المستثمرين وهذه الوثائق قد تصدرها صناديق متخصصة للاستثمار في مشروع أو نشاط معين أو صيغة استثمارية محددة، وقد تصدرها صناديق عامة تستثمر في مشروعات وأنشطة وصيغ استثمارية متنوعة.

¹ عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، المرجع السابق، ص 1511.

² عبد الرزاق بوعيطه، أسواق مالية دولية، المرجع السابق، ص 87.

ب - أسهم الشركات المساهمة :

وتصدرها الشركات المساهمة مقابل رأس مال الشركة وتتعدد إصدارات الأسهم وفقا لنشاط الشركة المصدرة ويمكن على سبيل المثال إصدار الأسهم التالية:

1- **أسهم التأجير والتمويل :** وتصدرها شركات التأجير التحويلي، وتقوم هذه الشركات بشراء الأصول الرأسمالية وتأجيرها بعقد طويل الأجل.

2- **أسهم BOT :** وتصدرها شركات تتولى إنشاء المرافق العامة وإدارتها والاستفادة بعوائدها طول فترة الامتياز، ثم تنتقل ملكية المرفق للدولة في نهاية المدة.

3- **أسهم رأس مال المخاطر :** وتصدرها شركات رأس مال المخاطر وتستثمر هذه الشركات أموالها في المشروعات الشابة (المتوسطة والصغيرة)، والمشروعات المتعثرة التي يتم هيكلتها وإعادة بيعها.

4- **أسهم التمويل العقاري :** وتصدرها شركات التمويل العقاري بغرض تمويل بناء العقارات أو شرائها.

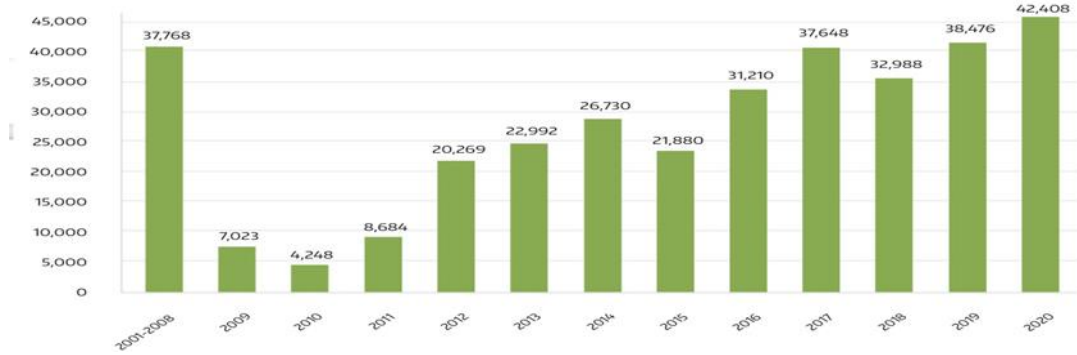
المطلب الثالث: تطور صناعة الصكوك الإسلامية في العالم.

لقد زاد إهتمام الدول في السنوات الأخيرة بالمعاملات الإسلامية خاصة التعاملات بالصكوك الإسلامية هذه الأخيرة التي شهدت إنتشارا واسعا و توسعا كبيرا وزيادة في حجم إصداراتها محليا ودوليا .

أولا: تطور الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة (2001-2020)

سيتم التطرق إلى الصكوك في العالم من أجل توضيح فكرة التحول التي تم التطرق إليها في الشق النظري من الدراسة، حيث اعتبرنا أن إصدار صكوك إسلامية وتداولها في السوق المالية الدولية شكل من أشكال الانفتاح على الصناعة المالية الإسلامية؛ وقد شهدت السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا في معاملات التصكيك الإسلامي، تمخض عنها نمو كبير ومتسارع في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية، وهذا ما سوف يتم عرضه و مناقشته من خلال هذا المحور .

يمكن توضيح إجمالي إصدارات الصكوك الدولية في الشكل الآتي:
الشكل رقم 12: إجمالي إصدارات الصكوك الدولية بملايين الدولارات (2001-2020)



المصدر: السوق المالية الإسلامية، التقرير السنوي 2020، www.iifm.net ، تم الاطلاع عليه يوم

2023/05/17.

يتضح من خلال الشكل التسارع المطرد في إجمالي إصدارات الصكوك الدولية، والتي بلغت سنة 2020 مبلغ 42.408 مليون دولار، في حين يبرز الانخفاض في حجم الإصدارات سنة 2009 - 2010 و 2011 بسبب الأزمة المالية العالمية فكانت بين 4.248 - 8.684 مليون دولار، وعرفت انتعاشا ملحوظا بلغ أقصى مستوياته سنة 2020 .

كما يمكن تقديم صورة واضحة عن أهم الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 05: إصدارات الصكوك العالمية واتجاهاتها 500 مليون دولار أمريكي خلال سنة 2020

سنة الإصدار	المصدر	المصدرة نوع الصكوك	عملة الإصدار	مليون دولار أو ما يعادلها	المدة (السنوات)
2020	البنك الوطني العربي	صكوك المرابحة	دولار	750	10
2020	مجموعة إكسياتا	الوكالة	دولار	500	10
2020	مملكة البحرين (الشركة القابضة)	هجينة	دولار	500	7
2020	بنك البوبيان	صكوك هجينة، وكالة، مضاربة	دولار	750	5
2020	البنك الأول أبوظبي	الوكالة	دولار	500	5
2020	شركة الطيران دبي	صكوك هجينة، إجارة، مرابحة	دولار	750	5

الفصل الثالث:..... السوق المالي الإسلامي الدولي

7	1000	دولار	صكوك هجينة، إجارة، مرابحة	البنك المركزي البحريني	2020
5	500	دولار	الوكالة	بنك إسلامي الإمارات	2020
7	400	دولار	صكوك هجينة، إجارة، مرابحة	دار الأركان الشركة العقاري	2020
دائم	1500	دولار	المضاربة	شركة دبي الموانئ العالمية	2020
دائم	1000	دولار	المضاربة	بنك دبي الإسلامي	2020
5	600	دولار	الوكالة	شركة الطيران الإمارات المتحدة	2020
30	750	دولار	الوكالة	حكومة إندونيسيا	2020
10	1000	دولار	الإجارة	حكومة دبي	2020
10	1000	دولار	الإجارة	حكومة الشارقة	2020
5	500	دولار	صكوك هجينة، وكالة، مضاربة	بيت التمويل الخليجي	2020
5	600	دولار	الوكالة	صكوك ICD خدمة الهلال	2020
5	1500	دولار	الوكالة	البنك الإسلامي للتنمية	2020
دائم	159	دولار	المضاربة	البنك الخليجي التجاري	2020
10	300	ريال	الوكالة	البنك الدولي الكويتي	2020
5	750	دولار	صكوك هجينة، وكالة، مضاربة	مصارف الريان	2020
1	259	يورو	الإجارة	وزارة الخزينة والمالية التركية	2020
5	286	يورو	الإجارة	وزارة الخزينة والمالية لتركيا	2020
5	800	دولار	صكوك هجينة، وكالة، مضاربة	البنك الإسلامي القطري	2020
5	650	دولار	الإجارة	الشركة السعودية للكهرباء	2020
10	1500	دولار	المرابحة	بنك الرياض	2020

الفصل الثالث:..... السوق المالي الإسلامي الدولي

2020	البنك الإسلامي الشارقة	الإجارة	دولار	500	5
2020	صكوك تبريد	الإجارة	دولار	500	7

المصدر: السوق المالية الإسلامية، التقرير السنوي 2020، www.iifm.net ، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/17.

يبين الجدول أبرز المصددين للصكوك الإسلامية خلال سنة 2020، حيث يتضح استمرار وتيرة اصدار صكوك المضاربة والوكالة والمرابحة في كل من شركة دبي للموانئ، البنك الإسلامي للتنمية وبنك الرياض ليصل الى مبلغ 1500 مليون او ما يعادلها، يوالها كل من البنك المركزي البحريني و و بنك دبي الإسلامي وحكومة دبي وحكومة الشارقة لتصل قيمة الاصدار مايعادل 1000 مليون دولار وتتنخفض قيمة الاصدار بداية من البنك القطري بقيمة 800 مليون دولار الى غاية وزارة الخزينة والمالية التركية بقيمة 259 مليون دولار.

ثانيا: توزيع حجم الصكوك الإسلامية

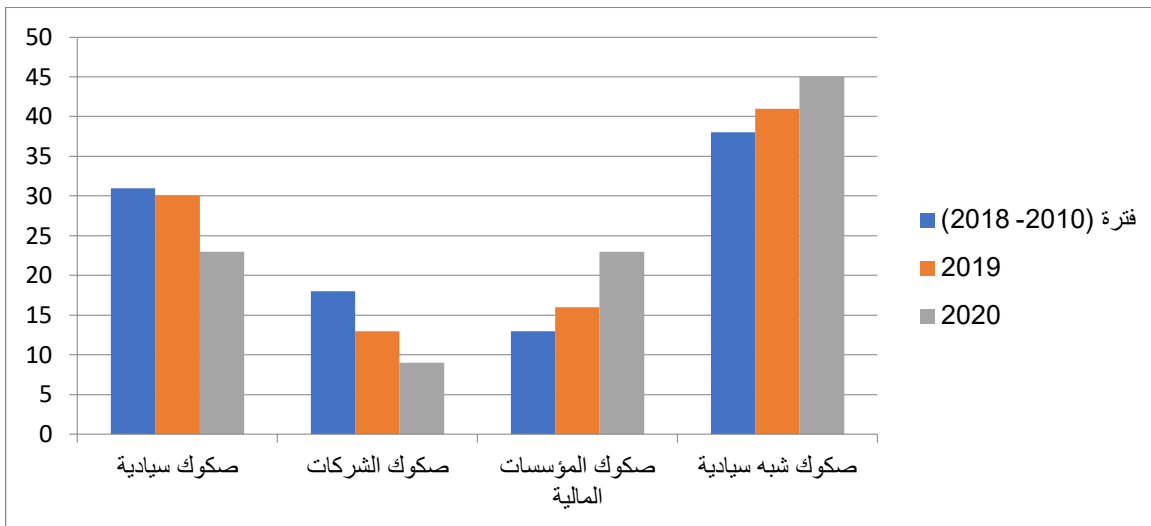
يمكن توضيح حجم الصكوك الإسلامية حسب طبيعة الجهة المصدرة لها من خلال الجدول الآتي:
الجدول رقم 06: توزيع حجم الصكوك المصدرة حسب طبيعة الإصدار خلال الفترة (يناير 2010-ديسمبر 2020):

جهة الإصدار	فترة (2010-2018)	2019	2020
صكوك سيادية	31 %	30 %	23 %
صكوك الشركات	18 %	13 %	09 %
صكوك المؤسسات المالية	13 %	16 %	23 %
صكوك شبه سيادية	38 %	41 %	45 %
المجموع	100%	100%	100%

المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الاطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات ، العدد 14، 2022، ص 156.

خلال 2020، ظلت حصة الإصدارات السيادية في السوق المحلية قوية، وقد ساهمت بنسبة 60% من إجمالي قيمة الإصدارات وتليها إصدارات الشركات (14%) والجهات شبه السيادية، والمؤسسات المالية الإسلامية (18%). وقد بقيت أسهم قطاع الشركات باستثناء الحكومة الماليزية، أقل من إمكاناتها المتوقعة في حجم الإصدار كانت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية قوية نسبيا حيث بلغت مساهمة الإصدار 45 (19.27 مليار دولار أمريكي) في حين بلغت مساهمة الإصدارات السيادية 23 ارتفعت إصدارات المؤسسات المالية إلى 23% (9.55 مليار دولار أمريكي)، بينما تراجعت إصدارات الشركات مرة أخرى إلى 9% (3.85 مليار دولار أمريكي).

الشكل رقم 13: توضيح حجم الصكوك الإسلامية حسب طبيعة الجهة المصدرة.



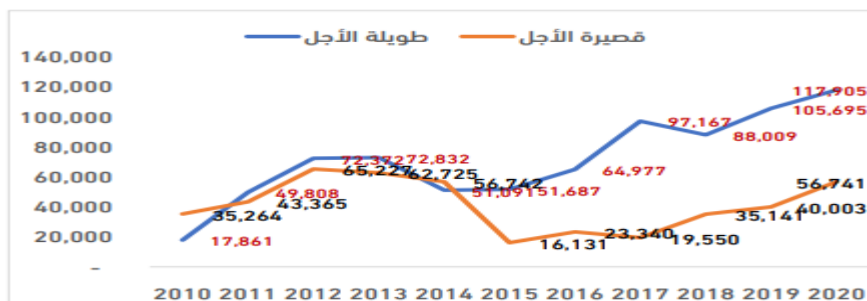
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول

ثالثا: الصكوك حسب آجالها:

تعد الصكوك قصيرة الأجل ذات أجل الاستحقاق لعام واحد أو أقل ضرورية وأساسية في تطوير أسواق النقد الإسلامية وأسواق ما بين المصارف الإسلامية.

وتلعب هذه الصكوك دورا رئيسيا في إدارة السيولة للمؤسسات المالية. في عام 2020، كانت الدول المصدرة الرئيسية لإصدار الصكوك قصيرة الأجل هي مملكة البحرين، وماليزيا، وإندونيسيا وتركيا، وبروناي دار السلام، وعدد قليل من البلدان الإفريقية. إن سوق الصكوك قصيرة الأجل، على الرغم من اقتصرها على عدد قليل من السلطات القضائية، تقدم إصدارات متوازنة من مختلف السلطات القضائية. بالإضافة إلى ذلك فإن دخول الهيئة الإسلامية لإدارة السيولة في سوق الصكوك الدولية قصيرة الأجل يساعد أيضا على تطوير هذا السوق المهم.¹

الشكل رقم 14: يبين تطور إصدارات الصكوك بحسب آجالها



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الاطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق الأئقء العربي، العدد 14، 2022، ص 149.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الاطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 149.

الفصل الثالث:..... السوق المالي الإسلامي الدولي

إن الرغبة في إصدار الصكوك قصيرة الأجل كبيرة ومرتفعة، وربما أعلى من الصكوك ذات الأجل الطويلة، وهذا واضح من خلال هذه الإصدارات. ويتحسن الاتجاه نحو إصدار صكوك قصيرة الأجل على الرغم من أنها مدفوعة بشكل رئيسي من قبل المصدرين الأساسيين وهناك حاجة لأن تصبح المؤسسات والشركات المالية الإسلامية جهات إصدار نشطة للصكوك من أجل تقديم التنوع للأسواق المحلية، والتي تعد أساسية وضرورية في تطوير سوق المال.

رابعاً: حجم الاستثمارات حسب طبيعة القطاعات.

أنفق المسلمون المتواجدون حول العالم حوالي 2.02 تريليون دولار أمريكي استثماراً في القطاعات الستة الأساسية التي تشكل الاقتصاد الإسلامي، ووصلت قيمة أصول التمويل الإسلامي إلى 2.88 تريليون دولار سنة 2019 والجدول الآتي يوضح ذلك:

الجدول رقم 07: حجم الاستثمار في القطاعات 2019-2021.

القطاع	2019 - 2020 (مليون دولار)	2020 - 2021 (مليون دولار)
منتجات غذائية حلال	6110	3970
سفر	340	1200
مستحضرات دوائية حلال	157000	2000
مستحضرات التجميل	125000	20300
أزياء محتشمة	3.45	28000
أعلام وترفيه	121000	1300
تمويل إسلامي	4930	17000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير واقع الاقتصاد العالمي من 2019-2021.

نلاحظ من خلال الجدول أن حجم الاستثمار في قطاعات الاقتصاد الإسلامي العالمي قد تأثر بموجة كورونا COVID-19 سنة 2020، حيث ارتفع حجم الاستثمار لقطاع المستحضرات الدوائية بسبب الوباء، وكذلك قطاع الأعلام والترفيه ارتفع وذلك بسبب الحجر المفروض على العائلات خلال الفترة الوبائية، مقارنة بالقطاعات الأخرى التي لم تكن ضرورية في تلك الفترة.

الشكل رقم 15: حجم الاستثمار في القطاعات 2019-2021.



المصدر من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

5- التجربة السودانية:

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية السيادية، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشاريع الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والتي يعمل بها بنك السودان لوكري حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود.¹

لقد ساهمت صكوك الاستثمار الحكومي (ص ح) في تمويل مشاريع التنمية في مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية بمختلف ولايات السودان، والجدول التالي يبين قطاعات التنمية الممولة عبر الصكوك للفترة (2005 - 2012).

الجدول رقم: 08: قطاعات التنمية الممولة عبر صكوك الاستثمار الحكومي (ص ح)

النسبة %	المبلغ (مليون جنية)	القطاع
28.67 %	786.39	الخدمات (مياه، صحة، تعليم)
23.28 %	638.66	البنية التحتية
08.37 %	229.57	المشاريع الإنتاجية
04.73 %	129.87	مشاريع أخرى (تنموية)
30.6 %	839.28	تدفقات نقدية لوزارة المالية
01.47 %	40.47	المعلوماتية
02.85 %	78.34	قطاعات أخرى
100 %	2742.58	الإجمالي

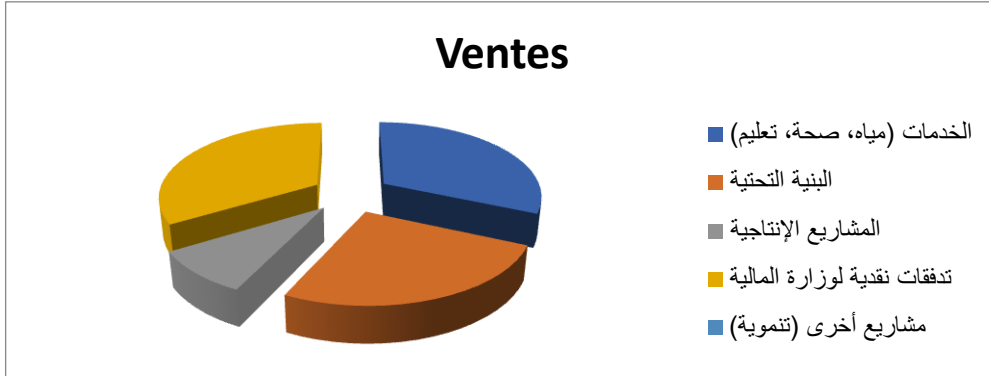
المصدر: سعيدة لقوي، مصطفى بورنان، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع التنموية بعض التجارب العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الأغواط، الجزائر، ص 345.

¹ سعيدة لقوي، مصطفى بورنان، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع التنموية بعض التجارب العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 7، العدد 1، 2022، ص 344.

الفصل الثالث:..... السوق المالي الإسلامي الدولي

من خلال الجدول أعلاه، فإن الإيرادات المحققة من إصدارات صكوك الحكومة خلال الفترة (2005 - 2012) بلغت 2.742 مليار جنيه سوداني، تم توجيهها كالتالي وهذا بالنسب المئوية 28.67 % قطاع (الخدمات مياه صحة، تعليم)، 23.28 % مشاريع البنية التحتية (الطرق، مطار الخرطوم الجديد، السكة الحديدية...) 08.37 % من نصيب القطاعات الإنتاجية (الزراعة والري)، 01.74 % من نصيب قطاع المعلوماتية (قطاع الإذاعة والتلفزيون).

الشكل رقم 16: قطاعات التنمية الممولة عبر صكوك الاستثمار الحكومي (ص ح)



المصدر من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق.

الجدول رقم 09: مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية في السودان

المجال	الإنجازات
الصحة	إنشاء مراكز صحية متخصصة دعم مراكز غسل الكلى بالعاصمة والولايات، وتوفير معدات متطورة في المعمل القزمي والمستشفيات الاتحادية والولائية.
التعليم العالي والعلمي	توفير معمل تقنية متطورة للكيات التقنية (أجهزة كمبيوتر، الانترنت... إلخ) إنشاء مشروعات إسكان الطلاب في الولايات المختلفة.
المياه	تم حفر وتركيب مئات الآبار وبناء السدود والتي ساعدت في حل مشكلة نقص المياه في عدة من الولايات...
الزراعة والري	دعم البنى التحتية الأساسية للري، توفير الآليات والمعدات الزراعية، توفير وحدات حفر متكاملة لبعض الولايات.
الثروة الحيوانية	توفير الأدوية للإمدادات البيطرية.
البنى التحتية الأساسية والصناعية	دعم السكك الحديدية والنقل النهري، وتشديد طريق كترانج الجنيدي، توفير معدات لمشروع إعادة تأهيل مصنع النسيج.
المعلوماتية	دعم البنية التحتية للهيئة القومية للإذاعة والتلفزيون ووكالة السودان ببناء بالمرسلات الإذاعية وتوفير الأجهزة التقنية المتطورة.

المصدر : السعيد بريكة، سناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية، تجربة السودان أنموذجاً، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، أم البواقي، الجزائر، ص 48.

المبحث الثالث: السوق المالي الدولي الإسلامي - دراسة حالة البحرين -

سيتم دراسة السوق المالي الإسلامي البحريني خلال الفترة 2019-2021 والتي توضح شكل التحول الجزئي التي تم التطرق إليه في الشق النظري.

المطلب الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية.

تعود بدايات تأسيس سوق المال في مملكة البحرين إلى العام 1921 عندما افتتح فرع البنك الشرقي المعروف حالياً بـ "ستاندرد تشارترد بنك في البحرين وفي العام 1957 تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية، حيث تواصل بعدها تأسيس هذه الشركات لتصل ذروتها في بداية الثمانينات، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً لتداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق" الجوهرة". وكنتيجة لتوصية توصلت إليها دراسة مشتركة قامت بها حكومة مملكة البحرين ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987، ومن ثم باشر السوق عمله بشكل رسمي في جوان من العام 1989. وقد ساهم وجود السوق في تعزيز المناخ الاستثماري في قطاع رأس المال في البحرين وأدى إلى زيادة عدد ونوعية الأدوات المالية والاستثمارية المسجلة في السوق. تحتل البورصة مناصب قيادية في عدد من المنظمات الإقليمية والدولية من ضمنها اتحاد البورصات العربية والاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات والاتحاد العالمي للبورصات، جمعية أفريقيا والشرق الأوسط للتسوية والإيداع، مما يُمكن البورصة من تعزيز مكانتها في أسواق المال العالمية.¹

اولاً: نبذة عن بورصة البحرين

تعد بورصة البحرين سوق متعدد الأصول ذات تنظيم ذاتي، حيث توفر البورصة مجموعة شاملة من الخدمات والتي تتضمن خدمات الإدراج خدمات التداول خدمات التسوية والإيداع المركزي لمختلف الأصول المتوفرة في البورصة.²

ثانياً: الإطار القانوني

تأسست بورصة البحرين كشركة مساهمة بحرينية مغلقة في العام 2010 وفقاً للمرسوم رقم 60 لسنة 2010 لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية. وتعد بورصة البحرين مؤسسة مرخصة كسوق مالي من قبل مصرف البحرين المركزي.³

¹ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، 2017/2018، ص 116.

² بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/19.

³ بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020.

ثالثاً: نشاط البورصة

انطلاقاً من دورها كسوق متعددة الأصول ذات تنظيم ذاتي، تقوم بورصة البحرين بدور رئيسي في بلورة سوق رأس المال بمملكة البحرين، حيث تقدم البورصة منصة لإدراج وتداول مختلف أنواع الأوراق المالية والتي تتضمن الأسهم صناديق الاستثمار العقارية، السندات والصكوك، أدوات الخزينة صناديق الاستثمار، وسوق البحرين الاستثماري.¹

رابعاً: تعريف الصكوك الإسلامية في البحرين:

تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية البحرينية.²

خامساً: الهيئات الرقابية الشرعية للسوق المالي الإسلامي:

لقد أسست هيئة الأوراق المالية البحرينية عدة هيئات رقابية شرعية، كاللجنة الاستشارية الشرعية والتي تعتبر الجهة الشرعية العليا، ويساعدها في ذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة والذي تتمثل أهم مهامه بدراسة الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، بالإضافة إلى المستشار الشرعي الذي لديه دور محوري في عملية إصدار الصكوك، وذلك راجع إلى ما يضيفه من شرعية على الأوراق المالية ومدى مطابقتها للتنظيمات والإرشادات المعمول بها، ومن بين أهم مسؤوليات المستشار الشرعي كالتالي:³

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

ب- عملية إصدار الصكوك الإسلامية: في المرحلة يقوم المستشار الشرعي بالتأكد من أن كافة الأمور المتعلقة بالصكوك وآليات إصدارها تتماشى والضوابط الشرعية، وللإفصاح عن المعلومات الشرعية، والتي تتمثل في: نوع الأصول المراد تصكيكها، الهدف الجوهرى من استخدام الموارد المالية المتحصل عليها الصكوك الإسلامية؛ يبين قيمة البيع والشراء، وحساب نسبة الربح أو حصة الاشتراك في الربح.

¹ بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/19.

² بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي، جامعة سيدي بلعباس-الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، حمة لخضر، الوادي، الجزائر، المجلد2، العدد 2، ديسمبر 2017، ص 55.

³ بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي، المرجع السابق، ص 56.

المطلب الثاني: المؤسسات القائمة على إدارة سوق البحرين للأوراق المالية.

هناك مجموعة من المؤسسات تقوم على إدارة سوق البحرين للأوراق المالية تتمثل في:¹
اولا: مجلس إدارة السوق: يدير السوق مجلس إدارة يترأسه وزير التجارة والزراعة، ويقوم مجلس إدارة السوق

بالمهام الآتية:

أ-وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول؛

ب-تحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق؛

ج-النظر في طلبات صانعي السوق وإدراج أسهم الشركات المساهمة؛

د-إقرار ميزانية السوق واعتماد الحسابات الختامية.

ثانيا: مركز التسوية والإيداع المركزي :

يتيح نظام الإيداع المركزي في سوق البحرين للأوراق المالية جملة من المزايا للمستثمرين، وذلك لاعتماده على أساس قيد البيانات إلكترونيا كنظام لبيان ملكية وحركة الأوراق المالية. ويتمتع أصحاب الحسابات في هذا النظام بسهولة تحويل وتسوية الأوراق المالية إلكترونيا. ويوفر نظام الإيداع المركزي للمستثمرين بالإضافة إلى ذلك إمكانية الحصول على معلومات آنية حول ملكيتهم من الأوراق المالية، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وفقا لمعلومات دقيقة وفورية، كما يستفيد المستثمرون من الرسوم المخفضة وانخفاض درجة المخاطرة المحتملة المرتبطة سابقا بنظام الشهادات الورقية وللاستفادة من مزايا نظام الإيداع في السوق، يجب على كل مستثمر يرغب في إجراء الصفقات القيام بفتح حساب في النظام مع أي وسيط مرخص في سوق الأوراق المالية. وعند القيام بتنفيذ أي عملية بيع أو شراء سيتم تحويل الأوراق المالية إلكترونيا بين المستثمر البائع والمستثمر المشتري عبر وسطائهم من خلال نظام الإيداع المركزي الذي تم تصميمه للمساهمة في زيادة قدرة السوق على إدارة عمليات سوق المال ومراقبة الصفقات المنفذة من خلاله. ويجذب الإيداع المركزي في سوق البحرين للأوراق المالية شريحة واسعة من الوسطاء في الأسواق المحلية والدولية، وذلك من خلال توفيره مجموعة واسعة وشاملة من الخدمات عبر شبكة البورصة ووسطائها.

¹ سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، 2017/2018، المرجع سابق، ص 117.

المطلب الثالث: واقع السوق المالي البحريني ودوره في التنمية الاقتصادية.

إن مؤشر القيمة السوقية هو مقياس يعكس مستوى نشاط السوق، فارتفاع هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة الأسهم والشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس لنا ارتفاع النشاط الاقتصادي لبلد ما.

الجدول رقم10: أداء المؤشرات المالية الأساسية لسوق البحرين 2019- 2021.

2021	2020	2019	مؤشر البحرين العام
6,402.47	3,363.00	3,947.61	البنوك التجارية
3,042.22	585.22	703.64	الصناعات
3,190.20	1,654.47	1,458.28	الاستثمار
3,675.35	1,806.78	1,439.63	التأمين
2,957.86	823.13	674.05	الخدمات
3,010.64	2,336.09	1,958.10	الفنادق والسياحة

المصدر: بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com ، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/19.

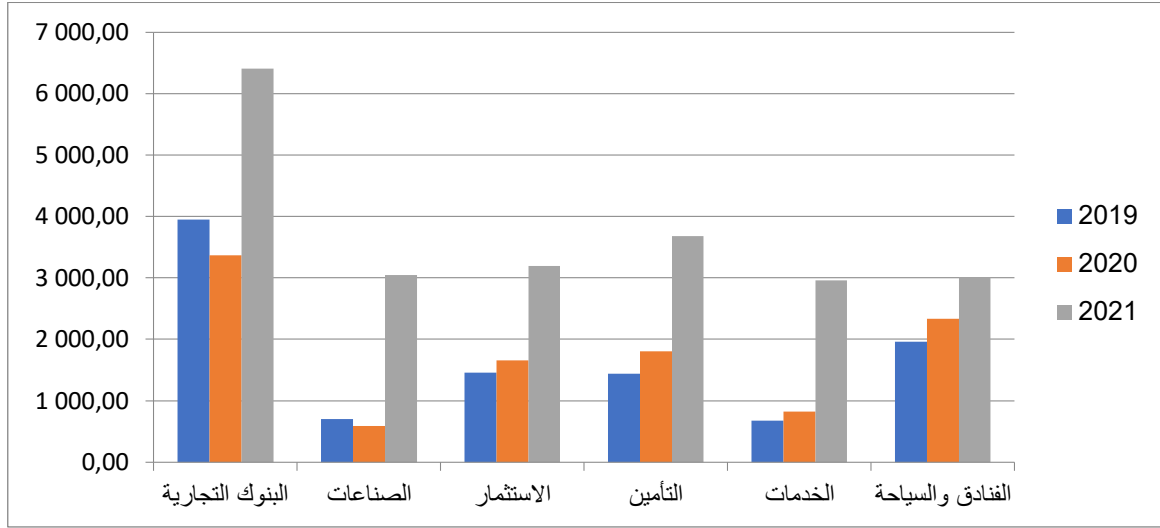
من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ ارتفاعا تدريجيا للمؤشرات المالية الأساسية لسوق البحرين وذلك:

بالنسبة للبنوك التجارية فقد عرفت تطورا ملحوظا خلال سنة 2021 بمؤشر يقدر بـ 6,402.47 مليون دولار مقارنة بعامي 2019- 2020.

أما بالنسبة لباقي المؤشرات فقد عرفت تطورا هائلا، فمثلا الصناعات بلغ مؤشرها 3,042.22 مليون دولار مقارنة مع عامي 2019 و2020 بمؤشر 703.64 و585.22 على التوالي.

وكذلك الحال بالنسبة لمؤشر الخدمات بلغ 2,957.86 مليون دولار، في حين كان سنتي 2019 و2020 منخفضا بقيمة 674.05 و823.13 ملون دولار على التوالي، وهكذا بالنسبة لباقي المؤشرات المالية لسوق البحرين.

الشكل رقم 17: أداء مؤشرات المالية الأساسية لدولة البحرين 2019 - 2021



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق.

الجدول رقم 11: تطور عدد الإدراجات في سوق البحرين من 2019-2021

2021	2020	2019	عدد الشركات المدرجة (شامل الصناديق الاستثمارية العقارية)
40	40	41	شركات المساهمة عامة
1	2	2	الشركات المقفلة
1	1	1	الشركات الغير البحرينية
34	34	34	عدد أدونات الخزينة وصكوك التأجير الإسلامية قصيرة الأجل
14	9	9	السندات
3	5	5	الصكوك
3	9	9	عدد الصناديق الاستثمارية
1	1	1	عدد الشركات في سوق البحرين الاستثماري

المصدر: بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com، تم الاطلاع

عليه يوم 2023/05/19.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين (شركات المساهمة، الشركات الغير البحرينية عدد أدونات الخزينة والشركات الموجودة في سوق البحرين الاستثماري) قد عرف ثباتا خلال الفترة 2019-2021، بينما (الصكوك والصناديق الاستثمارية وكذلك الشركات المقفلة) عرفت انخفاض طفيف خلال نفس الفترة، على العكس (السندات) قد عرفت ارتفاعا كبيرا خلال الفترة السالفة الذكر.

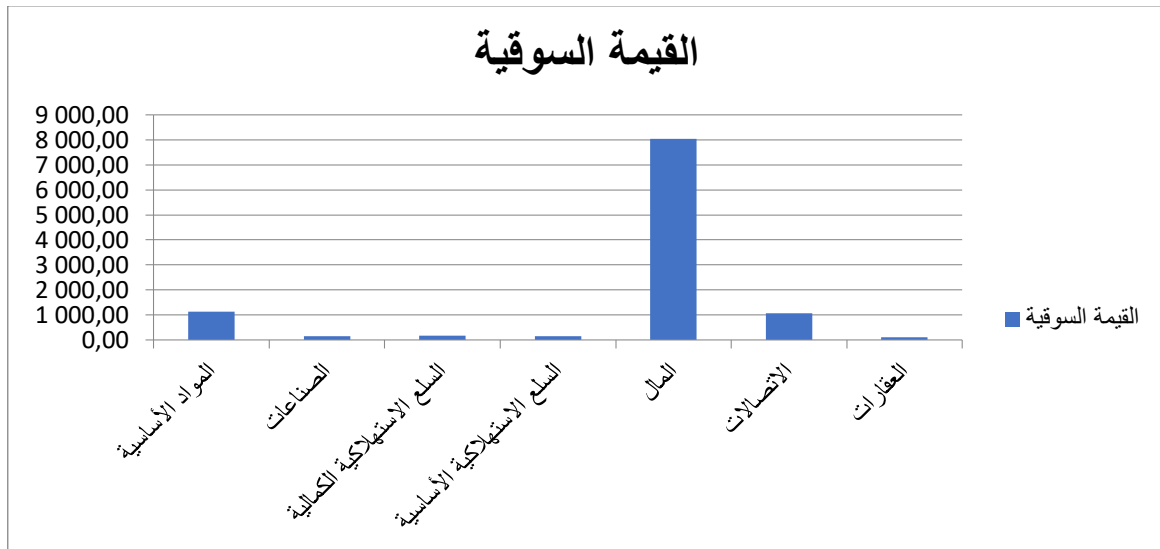
الجدول رقم 12: القيمة السوقية لسنة 2021 (مليون دينار بحريني)

القطاع	القيمة
المواد الأساسية	1136.00
الصناعات	145.3
السلع الاستهلاكية الكمالية	180.6
السلع الاستهلاكية الأساسية	146.6
المال	8032.6
الاتصالات	1063.7
العقارات	110.7

المصدر: بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/19.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة السوقية لقطاع المال بلغت 8032.6 مليون دينار بحريني لسنة 2021 وذلك يعود لفتح دولة البحرين سوق الاستثمار خاصة للمستثمرين المسلمين، ليلها قطاع المواد الأساسية بقيمة 1136.0 مليون دينار بحريني، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الاتصالات بقيمة 1063.7 مليون دينار بحريني وذلك لمواكبة عصر التكنولوجيا، وهاته القطاعات تساعد بشكل كبير في تحقيق نمو اقتصادي.

الشكل رقم 18: القيمة السوقية لسنة 2021 (مليون دينار بحريني)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

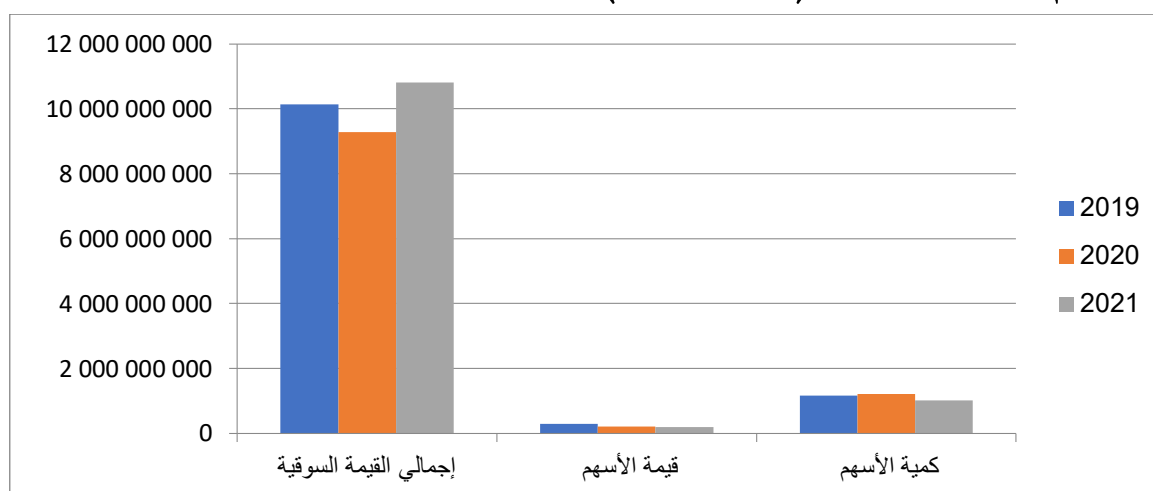
الجدول رقم 13: يمثل مؤشر التداول (2019 - 2021)

2021	2020	2019	العام
10.815.451.307	9.277.2254.711	10.134.624.962	إجمالي القيمة السوقية
195.708.022	212.799.606	286.406.086	قيمة الأسهم
1.018.674.066	1.209.306.129	1.157.308.173	كمية الأسهم
21.015	19.309	20.712	عدد الصفقات
245	246	246	مجموع أيام التداول
798.808	865.039	1.164.252	المتوسط اليومي لقيمة الأسهم
4.157.853	4.915.879	4.704.505	المتوسط اليومي لكمية الأسهم
86	78	84	المتوسط اليومي لعدد الصفقات

المصدر : بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com ، تم الاطلاع عليه يوم 2023/05/19.

نلاحظ من خلال الجدول أن إجمالي القيمة السوقية للسوق البحرين المالي قد ارتفع نسبيا سنة 2021 ليقارب 11 مليار دينار بحريني مقارنة بسنة 2019 حيث بلغت حوالي 10 مليار دينار بحريني، وسنة 2020 بقيمة 9 مليار دينار بحريني.

الشكل رقم 19: مؤشر التداول (2019 - 2021)



المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

خلاصة الفصل:

تم من خلال هذا الفصل التطرق إلى الأسواق المالية الدولية والأسواق المالية الإسلامية الدولية، حيث شمل هذا الشقين من الدراسة المفهوم، الأهمية، الخصائص، الأدوات المالية المتداولة وآلية التعامل في هاته الأسواق، إضافة إلى كل هذا تم التعرف على شكل التحول القائم في هاته الأسواق بإلقاء نظرة على بعض الدول العربية وأخرى أجنبية، وأيضا تم القيام بدراسة تحليلية لحجم الصكوك الدولية المتداولة في العالم ومدى مساهمتها الفعالة في تمويل التنمية الاقتصادية.

وكان في ختام الفصل عرض للتجربة البحرينية القائمة على أسلوب التحول الجزئي والتي تعد مركزا إسلاميا عالميا، ومقراً للسوق المالية الإسلامية الدولية فقد كانت تجربة رائدة في مجال الصكوك الإسلامية والتي بدورها حققت نموا اقتصاديا شامل وتمويل مشروعات وتحقيق أرباح واستقطاب رؤوس أموال كبيرة وهذا ما يسمى بالتنمية الاقتصادية.

الختامة

الخاتمة:

نستنتج مما سبق أن إنشاء أسواق مالية إسلامية يعتبر بديلاً شرعياً للأسواق المالية التقليدية ونظراً للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية نتيجة للتقدم التكنولوجي الحاصل ومع الوجود القديم لفكرة السوق المالي الإسلامي جعل إمكانية إنشاء هياكل مالية إسلامية بما في ذلك الأدوات والآليات المالية المسموح بها قانوناً وشرعاً أهمها الصكوك التي تساهم في تنشيط المعاملات وجذب رؤوس الأموال وتوفير السيولة للمتعاملين والأسهم المتوافقة مع الشريعة وصناديق الاستثمار خاصة أنها تقوم على مبادئ مثل الخلو من الربا وسهولة التداول والاستثمار حيث تبين أن نجاح هذه الأسواق يعتمد على مدى تنوع وتطور هذه الأدوات حيث إن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يكفي النجاح والتميز على أداء السوق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتمسكها وهذا ما أدى إلى مسارعة أغلبية الدول إلى التحول للصيرفة الإسلامية ومنه فإن إنشاء سوق مالي إسلامي تنظمه الشريعة الإسلامية خاصة أن الإسلام قد حثنا على حفظ المال وتمميته بالوسائل المشروعة والابتعاد عن أكل أموال الناس بالباطل.

1- نتائج الدراسة:

من خلال ما تم عرضه في الدراسة من خلال محاولتنا للإجابة على الإشكالية، خلصنا إلى مجموعة من النتائج :

-لأسواق المالية دوراً كبيراً في النمو الاقتصادي حيث يؤدي وجودها إلى التقليل من كلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار بطرق انتاجية.

-ينبغي على الأسواق المالية الإسلامية الالتزام بالقواعد والضوابط الشرعية بحيث تكون كل معاملاتها خالية من المعاملات المنافية للشريعة.

-فتح نافذة في سوق مالي تقليدي يعتبر انفتاح وليس تحول وذلك من خلال الخصائص المتطرفة إليه حسب المعيار رقم (06) للأيوبي في المواد من 24 إلى 28 واعتمدنا الفكرة لتعميمها على الأسواق المالية.

-قبول المنتجات المالية الإسلامية كأدوات مالية قابلة للتداول ومصدر للأموال المبحوث عنها لتمويلها على الاستثمارات.

-كل الأشكال التي تم التطرق إليها في الجانب التطبيقي الغرض منها إثبات فكرة التحول أو الانفتاح على الأسواق المالية الإسلامية.

-توجد منتجات مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية والشرعية للأسواق المالية وتتمثل في الصكوك.

-تتميز الصكوك بتعدد أنواعها نظراً لاختلاف الموجودات التي تمثلها.

-تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً كبيراً حيث تشمل: صكوك المضاربة، المشاركة، المرابحة، الإجارة،

الإستصناع، السلم..... الخ

-يمكن من خلال الضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك بيان أخلاقيات الرقابة داخل السوق.

- بلغ حجم الصكوك المتداولة عالميا 42.408 مليون دولار في سنة 2020 وهذا دليل على انتشار الصكوك على المستوى العالمي وقبولها دوليا.

- ان الصكوك تمثل الحلقة الأسرع نموا في سوق التمويل الإسلامي وهذا ما جعلها أكثر وأشهر الأدوات المالية.

- بلغت إجمالي القيمة السوقية في سوق البحرين 11 مليار دينار بحريني في عام 2021 ويعود هذا لفتح سوق استثمار خاصة للمستثمرين المسلمين

- للصكوك الإسلامية دور كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية كما تساهم بشكل كبير في نمو وتمويل المشاريع الاقتصادية في البحرين.

- تعد سوق الأوراق المالية أحد الركائز الرئيسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، حيث تكمن فعاليتها في زيادة حجم الاستثمار والذي بدوره يؤدي إلى نجاح التنمية الاقتصادية.

- للسوق المالية الإسلامية الدولية دورا كبيرا في تطوير قواعد إنشاء سوق مالي إسلامي حيث تعتبر البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية.

- بلغت قيمة أصول التمويل الإسلامي إلى 2.88 ترليون دولار في عام 2019 وهذا راجع إلى زيادة الطلب على منتجات الحلال.

- تقوم الصكوك بتمويل الاستثمارات التي بدورها تلعب دورا فعالا بتطوير وزيادة في تنمية القطاعات أهمها التعليم والصحة والبنية التحتية ومثال عن ذلك تجربة السودان التي تعتبر نموذجا للتحويل الكلي في نظامه المالي.

2- الاقتراحات:

هناك بعض الاقتراحات التي يمكن أن نقدمها في مجال الأسواق المالية الإسلامية:

- ضرورة الإسراع في تطوير الأسواق المالية الإسلامية في جميع الدول الإسلامية لتوفير بدائل الشريعة الإسلامية للمعاملات المالية الربوية السائدة في مجتمعاتنا الإسلامية.

- إجراء المزيد من الدراسات لدراسة الأوضاع القانونية والاقتصادية الأخرى اللازمة لإنشاء السوق المالية الإسلامية.

- تشجيع السوق المالية الإسلامية على تطوير المعاملات والعلاقات لضمان حقوق الوسطاء وحمائهم من المخاطر والأزمات. من خلال دعم اليات الابتكار المالي ومخرجات الهندسة المالية

- يجب الإسراع في تطبيق فكرة السوق المالية الإسلامية وتفعيلها من ناحية التداول لدعم البنوك الإسلامية والسعي لتخليصها من شبهات التداول في أسواق رأس المال التقليدية.

- ضرورة تبني التجربة البحرينية واتخاذها نموذجا؛ من خلال الاستثمار في التمويل الإسلامي لكل دولة ترغب في الاستثمار في هذا المجال للدول الإسلامية .

- العمل مع المجتمع الفقهي والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد طرق شرعية لتطوير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

- ضرورة وضع قوانين تشجع على توسع أسواق رأس المال الإسلامية وتمنع توسع أسواق رأس المال التقليدية .

- نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية؛ والزام العاملين في المؤسسات سواء التقليدية أو الإسلامية بالتكوين والفقهاء في المعاملات المالية الإسلامية.

3- اختبار الفرضيات على ضوء النتائج:

الفرضية الأولى صحيحة، لإنشاء أو التحول لسوق مالي إسلامي، دافعين الأول عقدي وذلك لاجتناب وقوع المستثمرين المسلمين في المخالفات الشرعية، والرغبة في التزام أحكام الشريعة الإسلامية، والأخر ربحي وهو السعي نحو تحقيق أرباح وتعظيمها.

الفرضية الثانية صحيحة للتحول لسوق مالي إسلامي أسلوبين أسلوب التحول الكلي وهو بإحلال الأعمال الموافقة لأحكام الشريعة مكان الأعمال المخالفة دون تجزئة منها أي التحول الكلي للنظام.

أما الأسلوب الآخر وهو التحول الجزئي وهو عبارة عن استحداث الأعمال والنشاطات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية وتقديمها جنباً لجنب مع باقي الأعمال المخالفة.

الفرضية الثالثة صحيحة، الصكوك الإسلامية هي أداة مالية إسلامية مستحدثة حيث تعد أهم منتج للمصرفية الإسلامية كما لها دور فعال في تسهيل المعاملات المالية بين الدول.

الفرضية الرابعة صحيحة، ساهم التحول الجزئي للسوق المالي البحريني في تحقيق نجاحات بارزة وزيادة حجم الاستثمارات مما أدى إلى تحقيق التنمية الاقتصادية.

4- آفاق الدراسة:

لا شك أنه رغم الجهد المبذول في إتمام هذا البحث، فإن هذا الأخير لا يخلو من النقائص بسبب عدم قدرتنا على تناول كل نواحي الموضوع بالتفصيل، إلا أنه يمكن أن يكون هذا البحث جسراً يربط بين بحوث سبقت فأضاف إليها بعض المستجدات، لإثرائها وبعثها من جديد، وبحوث مقبلة كتمهيد لمواضيع يمكنها أن تكون إشكالية لأبحاث أخرى نذكر منها:

- التمويل الإسلامي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية .
- دور الأسواق المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية .
- كيفية تطبيق التحول إلى النظام المالي الإسلامي في الجزائر.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

القرآن الكريم

الكتب:

1. عبد الرزاق بوعبيطة، أسواق مالية دولية، دار الباحث، برج بوعريريج- الجزائر، ط 1، 2020.
2. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية "للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط 1، 2010.
3. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2019.

المعاجم:

1. ابن الجوزي زاد المسير في علم التفسير، 1/ 336، وينظر: ابن كثير، تفسير القرآن العظيم، 1/496.
2. بن معتوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية.
3. حسنين محمد مخلوف، كلمات القرآن تفسير وبيان هيئة الإغاثة الإسلامية العالمية، المملكة العربية السعودية، 1995.
4. الربيعة سعود محمد، تحول المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي ومقتضياته، جمعية إحياء التراث الإسلامي، الكويت، 1992.
5. منير سليمان الحكيم، يزن سالم العطيات، دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دت، د ب.
6. هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، - المنامة، 2017.
7. أخرجه ابن ماجه في سننه 2/817؛ وينظر مجمع الزوائد للهيثمى 4/98، طبعة دار الريان للتراث ودار الكتاب العربي.
8. أخرجه البخاري في صحيحه (781/2)، ومسلم في صحيح (3/ 1226).

الرسائل الجامعية:

الأطروحات:

1. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، 2017/ 2018، ص 116.

2. قواجلية ابتسام، دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية، أطروحة مقدمة شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020/2019.
 3. عبد الرزاق بو عيطة، التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2018.
 4. شافية كتاف، الأدوات المالية الإنسانية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013.
 5. علي محمد أحمد أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، 2016.
 6. جريبي خالدية، بلعباس خيرة، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر، مذكرة تخرج تتدرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر (ل م د) في العلوم المالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، 2018/2019، 62.
- المذكرات:

1. أسيل بسام دريس، دور أدوات التمويل الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية "الصكوك أنموذجاً"، بحث لاستكمال متطلبات الحصول على درجة البكالوريوس في المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية كلية الشريعة قسم المصارف الإسلامية، 2020، ص 59.
2. بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مكملة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، 2010.
3. جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم بواقي، 2013.
4. جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم بواقي، 2013.
5. رنده فراح، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر في العلوم التجارية، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013/2014.
6. رواه البخاري باب المزارعة بالشرط ونحوه، ومسلم باب المساقاة والمعاملة بجزء من الثمر والزرع.
7. زهية بيات، مقومات إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر.

8. سيف هشام صباح الفخري، صيغ التمويل الإسلامي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2009.
9. شرياق رفيق، مطبوعة بيداغوجية في مقياس أسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2018.
10. طاهري عبد الله، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطويره، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص: مالية وتجارة دولية، 2020.
11. عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية - دراسة تطبيقية لبنكي BEA - BADR ولاية أم البواقي-، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص: مالية، تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013/2014.
12. عبد الستار أبو غدة، بحث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، ط1، ج 3، جدة، 2002.
13. فتيحة عباسية، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، جامعة أم بواقي ، 2012.
14. مصطفى سفيان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية من 2013 - 2015، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أدرار، 2017.

المجلات:

1. أحمد مداني، نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا المجلد 17، العدد 26، السنة 2021.
2. عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، المجلد 34، العدد1، 2020.
3. عبد الرزاق بوعيطه، أسس نظرية حول التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2018.
4. بن معتوق صابر، دراسة تحليلية الاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، الجزائر، المجلد 5، 3، ديسمبر 2019.
5. بوراس بودالية، وآخرون، صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة في عائد الاستثمار، مجلة التتويج الاقتصادي، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت، الجزائر، العدد 01، ص 22.

6. لحسين عبد القادر، الجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 20، الجزائر، 2017.
7. مجلة سماء، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللامساواة المالية "دراسة تجربة المصارف الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، العدد 3، جوان 2018.
8. مجلة سماء، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللامساواة المالية، ص 100 .
9. زرزار العياشي، غياد كريمة، من المصرفية التقليدية إلى المصرفية الإسلامية: متطلبات وآليات التحول، مجلة الدراسات الإسلامية، العدد الثامن، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2017.
10. صخري عبد الوهاب، الممارسات الدولية الرائدة في صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها في الجزائر، مجلة جيل العلوم الإنسانية والاجتماعية، مركز جيل البحث العلمي، الجزائر، العدد 81، ديسمبر 2021.
11. مشري فريد، السوق المالية الإسلامية -المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية(البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11.
12. مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية -المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية(البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، د.ت.
13. سعيدة لقوي، مصطفى بورنان، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع التنموية بعض التجارب العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الأغواط، المجلد 7، العدد 1، 2022.
14. بوخاري فاطمة، دور الصكوك الإسلامية كألية لتفعيل السوق المالي، جامعة سيدي بلعباس-الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال»، حمة لخضر، الوادي، الجزائر، المجلد 2، العدد 2، ديسمبر 2017.

المراجع الأجنبية:

1. Öğr. Üyesi, Siirt Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Temel İslam Bilimleri Anabilim Dalı, SİİRT ÜNİVERSİTESİ İLAHİYAT FAKÜLTESİ DERGİSİ • CİLT: 5, SAYI.

المراجع الإلكترونية:

1. هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، - المنامة، 2017.
www.aaofii.com/ar/aboutaaofii/aaofii-structure.html
2. تقرير البنك الإسلامي للتنمية سنة 2021، www.isdb.org.sa
3. بورصة البحرين - التقرير السنوي 2020، www.bahrainbourse.com
4. السوق المالية الإسلامية، التقرير السنوي 2020، www.iifm.net

الملخص:

تناولت هذه الدراسة دراسة وصفية تحليلية علمية لظاهرة التحول من السوق المالي التقليدي إلى السوق المالي الإسلامي ودوره في التنمية الاقتصادية، والتي تعتبر من أهم التطورات التي تحدث في الأسواق. وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الأسواق المالية التي أصبحت تحتل مكانا بارزا في الاقتصاد العالمي، وذلك من خلال ما توفره من مصادر التمويل المختلفة، وكذلك التعرف على الأسواق المالية الإسلامية الدولية وكيفية تأسيس سوق مالي إسلامي يقوم على أحكام الشريعة الإسلامية، كما ركزت على استعراض تحليل أهم التطورات في حجم الإصدارات الدولية في سوق الصكوك البحريني. وقد حاولت هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية التالية: كيفية تحول سوق مالي تقليدي إلى إسلامي، وما مدى مساهمة الأسواق المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية؟

كما توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن للسوق المالي سواء إسلامي أو تقليدي له دور في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، السوق المالي الإسلامي، التنمية الاقتصادية، الصكوك، التحول.

Abstract:

This study dealt with a descriptive and analytical scientific study of the phenomenon of transformation from the conventional financial market to the Islamic financial market and its role in economic development, which is considered one of the most important developments that occur in the markets.

This study aimed to identify the financial markets that have become prominent in the global economy, through the various sources of financing, as well as to identify the international Islamic financial markets and how to establish an Islamic financial market based on the provisions of Islamic Sharia, and focused on reviewing the analysis of the most important developments in the volume of international issues in the Bahraini Sukuk market.

This study tried to answer the following problem: how to transform a conventional financial market into an Islamic one, and to what extent do Islamic financial markets contribute to economic development?

The study also found several results, the most important of which is the financial market, whether Islamic, has a role in achieving economic development in countries.

Keywords: Financial Market, International Islamic Financial Market, Economic Development, Sukuk, shift.