

المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي - تيسمسيلت -

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



الموضوع:

# متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر ل م د في العلوم المالية  
والمحاسبة

تخصص : مالية المؤسسة

تحت إشراف

إعداد الطالبتين:

الدكتور:

بن صالح عبد

- جريبي خالدية

الله

- بلعباس خيرة

لجنة المناقشة

الأستاذ: د بن صالح عبد الله ..... مشرفاً

الأستاذ: د خيضر هواري ..... رئيساً

الأستاذ: د بوساحة محمد لخضر ..... مناقشاً

السنة الجامعية 2019/2018



# شكر وعرفان

بسم الله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى

نشكر الله عز وجل الذي أنار درب الإنسان بالعقل والعلم ونرجو أن يمنحنا

القدرة والفصاحة على تقديم هذا الشكر.

يدعوننا واجب العرفان أن نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف "بن صالح عبد الله"

على مسانדתه في إنجاز هذا العمل وعلى توجيهاته القيمة وبأوقاته الثمينة ونصائحه السديدة

وفقه الله فيما يحبه ويرضاه .

وكل التقدير إلى الأساتذة الأفاضل لقسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعمال

المكتبة والأصدقاء ولكل من ساهم في إثراء هذا البحث من قريب أو من بعيد

الحمد لله والصلاة على رسول الله

# إهداء

أهدي عملي وثمره جهدي إلى من كانوا ومازالوا ينضجوا مفهوم العطاء  
في نفسي ويرسموا أبعاد مستقبلي: والدي أطال الله في عمرهما  
إلى سندي في الحياة : مُجَّد - مراد  
إلى من زرعوا الثقة في حاضري وكانوا نور في ظلاي المهجير أخواتي:  
العالية، مليكة، فضيلة، فتيحة، لويزة، بشرى .  
إلى من يبنون لي حياتي والبسمة التي تزيل أحزاني:  
إسراء، ريتاج، إيهاب، أمير، إشراق، أسيل.  
إلى زميلتي وأختي التي شاركتني العمل دون عناء  
والتي شملتنا مجموعة من الذكريات: خيرة  
إلى صديقات العمر: نور الهدى، رشا، شريفة، إلهام، ربيعة، جريدة.  
إلى جميع طلبة تخصص مالية مؤسسة 2019

جريدة  
خالدية

# إهداء

الحمد لله الذي أنار لي طريقي وكان لي خير عون الحمد لله  
اهدي ثمرة هذا العمل إلى  
من منحتني نبع حنائها وفيض عطائها إلى كان دعائها سنداً  
لي واعز وامثل شخص في حياتي.... أمي الحنونة  
إلى الذي وهب لي الحياة وأنار سمائي والحكيم الذي يسهل الدرب أمامي  
إلى من كبرت معهم الذين أجملهم كالورود المزهرة التي تنير  
عقلي مُجَدِّد، عبد القادر، بلال، طيب، خير الدين.  
إلى صديقات العمر: عزيزة، فريدة، جويدة، خليفة  
إلى جميع طلبة تخصص مالية مؤسسة دفعة 2019

بلعباس  
خيرة

## الفصل الأول:

❖ **عموميات حول أسواق المالية**

## الفصل الثاني:

❖ **مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية**

# مقدمة

# قائمة المصادر والمراجع

# فهرس الموضوعات

## الفصل الثالث

❖ التجربة المالية وإمكانية محاكاتها

في السوق المالية في الجزائر

# الختام

الصفحة	المحتويات
-	البيان
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	فهرس المحتويات
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الاختصارات والرموز
(أ - هـ)	المقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
08	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
16	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
24	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية
24	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية
26	المطلب الثاني: خصائص السوق المالية ومعوقات تطبيقها
28	المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية
30	خلاصة
الفصل الثاني: الإطار النظري لسوق المالية الإسلامية	
32	تمهيد

33	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الإسلامية
33	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية
35	المطلب الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية
39	المطلب الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية
45	المبحث الثاني: وظائف ومقومات السوق المالية الإسلامية وبعض التجارب لها
45	المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية
50	المطلب الثاني: مبادئ ومقومات السوق المالية الإسلامية
53	المطلب الثالث: التطبيقات والتجارب للأسواق المالية الإسلامية
56	خلاصة
	الفصل الثالث: التجربة الماليزية وإمكانية محاكاتها في السوق المالية في الجزائر
58	تمهيد
59	المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية الماليزية
59	المطلب الأول: سوق المال الإسلامي في ماليزيا
65	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا
75	المطلب الثالث: أفاق التجربة ومعوقات الصيرفة الإسلامية بماليزيا
78	المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر
78	المطلب الأول: بورصة الجزائر
84	المطلب الثاني: استشراف صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر
87	المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق المالية الإسلامية في الجزائر
90	خلاصة
101	خاتمة
106	قائمة المصادر والمراجع

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
15	أنواع أسواق المال	الشكل رقم (1-1)
66	أنواع الصكوك في ماليزيا	الشكل رقم (1-3)
67	آلية إصدار صكوك البيع بتمن اجل في ماليزيا	الشكل رقم (2-3)
68	عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بتمن اجل في ماليزيا	الشكل رقم (3-3)
70	تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا (2001-2015)	الشكل رقم (4-3)
71	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا (2001-2015)	الشكل رقم (5-3)
73	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا (2001-2012)	الشكل رقم (6-3)
74	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا (2001-2012)	الشكل رقم (7-3)
81	أسواق بورصة الجزائر	الشكل رقم (8-3)

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
54	التجارب و التطبيقات في إصدار الأدوات المالية الإسلامية	الجدول رقم (1-2)
60	أهم المراحل التاريخية لتطور سوق راس المال في ماليزيا	الجدول رقم (1-3)
64	تطور إصدار الصكوك في العالم (2010-2016)	الجدول رقم (2-3)
69	حجم صكوك المراجعة وصكوك البيع بالثمن الآجل خلال (2001-2015)	الجدول رقم (3-3)
69	تطور صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا (2001-2015)	الجدول رقم (3-4)
71	تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا (2001-2015)	الجدول رقم (3-5)
72	تطور صكوك المضاربة في ماليزيا (2001-2012)	الجدول رقم (3-6)
74	تطور صكوك المشاركة في ماليزيا (2001-2012)	الجدول رقم (3-7)
82	شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	الجدول رقم (3-8)
83	الشركات المدرجة في سوق سندات راس المال	الجدول رقم (3-9)
84	أداء بورصة الجزائر (2010-2017)	الجدول رقم (3-10)

قائمة الرموز والمختصرات:

الرموز	المصطلح بالفرنسية	المصطلح بالعربية
COSOB	Commission D organisation surveillance des opération de bourse	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
BVM	Bourse des valeurs mobilière	بورصة القيم المنقولة
IOB	Les intermédiaires en opération bancaires	الوسطاء في عمليات البورصة
SVM	Sociétés des valeurs mobilière	مؤسسة القيم المنقولة

مقدمة

أصبح وجود نظام مالي قادرا على تعبئة وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة العمليات الإنتاجية واستمرارها، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه الأسواق المالية والتطور الذي حازته من خلال وظائفها حيث أصبحت المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد كونها أداة لتمويل التنمية الاقتصادية والنهوض باقتصاد عالمي.

فالجزائر قد سعت وراء إنشاء سوق مالي والعمل على استكمال الإصلاحات (الاقتصادية والمالية) في الثمانينيات بغية تبني اقتصاد السوق ومسايرة التغيرات الحاصلة بعد عولمة الأسواق المالية، لكن رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات الجزائرية لم يتوصل إلى الأهداف المنتظرة.

فيعتبر العائق الأساسي لجمود أهداف السوق المالية في الجزائر هو غياب لثقافة البورصة الذي يفسر عدم مصداقية هذه السوق إضافة إلى العامل الديني لان المجتمع الجزائري غير متقبل لفكرة الاستثمار في السندات التي تدر عائدا محدد مسبقا بمعدل فائدة معين، ولتحدي هذه الصعاب لابد من إنشاء سوق مالية إسلامية جزائرية، لأنه من خلال الأساسيات الدينية نجد أن هناك بديل لتجنب الوقوع في الربا التي في واقعنا تعتبر الخراب الهالك للبلاد، والتخلي عن مفهوم الفائدة التي تمسك بها أغلب الاقتصاديون واعتبروه أساسا للاقتصاد لا يمكن التخلي عنه.

والشيء الذي يمهد لصناعة سوق مالية إسلامية هو تحديث وتطوير المنتجات المالية الإسلامية ووضع خطة عمل سياسية للصيرفة القائمة على مبادئ وضوابط شرعية، وإنشاء فروع إسلامية متخصصة تتضمن إطار تنظيمي مختلف عن إطار عمل المؤسسات المالية العادية.

ومن التجارب العالمية الناجحة في مجال الصيرفة الإسلامية نجد ماليزيا لامتلاكها أكبر الأسواق المالية الإسلامية، وما أهلها لنجاعة هذه الأسواق وفرض قوة تنافسية عالمية هو اعتماد على النظام المالي المختلط (إسلامي، تقليدي) في بداية إنشائها والذي اتخذها إستراتيجية مبدئية وبعدها اعتمدت على تقديم خدمات متنوعة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والعمل بها فعلا وتطبيقا، وهذا ما مكنها لتكون وجهة يختارونها الدول كتجربة لاحتضان فكرة السوق المالية الإسلامية ومن بينها الجزائر.

## الإشكالية

نظرا لأهمية الموضوع وحدثته ارتأينا لمعالجة الإشكالية التالية :

فيما تتمثل متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر؟ وما مدى إمكانية استفادة الجزائر من

## التجربة الماليزية؟

وهذه الإشكالية تقودنا لطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى فعالية الأسواق المالية في تنشيط التنمية الاقتصادية؟
- ما علاقة السوق المالية الإسلامية بالصكوك؟
- كيف ساهمت ماليزيا في تنظيم العمل المصرفي والمالي الإسلامي في السوق المالية الإسلامية؟

## فرضيات الدراسة

بناءا على الركائز الأساسية التي أستند عليها الموضوع تم وضع الفرضيات التالية:

- تعتبر السوق المالية المحرك الأساسي الذي يقوم عليه الكيان الاقتصادي في تحقيق التنمية.
- تعتبر الصكوك إحدى الأدوات الرئيسية التي تقوم عليها السوق المالية الإسلامية، حيث تقوم بتجميع الأموال لتنمية رأس المال سواء كانت بغرض الاستثمار أو تمويل مشروعات استثمارية.
- ساهمت ماليزيا في تنظيم العمل المصرفي في السوق المالية الإسلامية عن طريق تعزيز الإطار الشرعي لمعاملاتها وفق تنظيمات ومبادئ وشروط التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتطبيقها واقعا.

## أهمية الدراسة

يمكن توضيح أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

- إعطاء رؤية علمية لسوق المالية وشروط كفاءتها.
- تعدد السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل لمعظم المشاكل التي تواجه المصارف والمؤسسات المالية وتعقل نشاطها.
- معالجة السوق المالية التقليدية في الجزائر، والتوصل إلى نقاط عدم نجاعتها.
- إبراز الأهمية البالغة للصكوك في مجال الصيرفة الإسلامية.

## أهداف الدراسة

يحاول هذا البحث الوصول إلى الأهداف التالية :

- تسليط الضوء على أساسيات السوق المالية ودراسة فروقات بين فعاليتها وفعالية السوق المالية الإسلامية.
- إثبات دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.
- التعرف على أهم المتطلبات لصناعة سوق مالية إسلامية في الجزائر.
- تسليط الضوء على التجربة الماليزية بدراسة السوق المالية الإسلامية .

## الدراسات السابقة

- دراسة لطالبة شافية كتاف، أطروحة مقدمة كجزء لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، والتي جاءت بعنوان دور الأدوات المالية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013-2014) وتدور إشكالية البحث حول: ما دور الأدوات المالية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية خاصة في الدول العربية والإسلامية؟ ومن أهم النتائج المتوصل إليها، تمكن السوق المالية الإسلامية من قيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية وفق نظر له، ولا بد من توفير عدة عناصر ومؤسسات لا تقوم إلا بها شركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسة الإسلامية...، وفي المقابل فإن هناك العديد من المقومات والمتطلبات والإجراءات اللازمة في التنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل أسواق المالية الإسلامية، وتمكنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى النحو الذي سطر لها، ومن أهمها توفير المناخ الاستثماري الملائم و المناسب لطبيعة عملها، وتوفير سياسات وإجراءات تعزيز الشفافية.

- دراسة للطالبة عيساوي سهام، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصادية النقود والبنوك والأسواق المالية ومعنونة باسم دور تداول المشتقات في تمويل أسواق رأس المال (دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي) جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2014-2015، والتي تنطوي تحت إشكالية ما هو دور تداول المشتقات في تمويل أسواق رأس المال، وصولاً إلى نتائج في نهاية الدراسة متمثلة في أن الهندسة المالية من خلال مستخرجاتها و أهمها المشتقات المالية ساعدت على توفير السيولة ونقل المخاطر المختلفة مما ساهم في زيادة عمق السوق التي تمثل أهم خصائص كفاءة الأسواق المالية والتي تعتبر بدورها احد أهم المعايير التي تحدد مدى تقدم السوق المالي.

- دراسة للطالبة نزار سناء، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك بعنوان آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2015-2016، حيث طرحت الطالبة الإشكالية المتمثلة فيما هو دور آليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، ومن ابرز النتائج المتوصل إليها أن هناك تشابه مابين التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي وذلك من خلال الإجراءات فكلاهما يقومان بعملية جمع المواد وتجزئتها أما الاختلاف يكمن في الضابط الشرعي، فالتصكيك يخضع لأحكام المعاملات المالية الإسلامية بدءا بالأصول محل التصكيك وصولا إلى قواعد الإصدار والتداول التي لا بد أن تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأن للصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تحقيق التنمية الاقتصادية.

#### أهم ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

وبعد عرض الدراسات السابقة التي تم الإطلاع عليها، يتضح أن هذه الدراسة تختلف عن سابقتها من الدراسات كونها تطرقت لأهمية صناعة سوق مالية إسلامية ومتطلباتها في الجزائر، ومدى استناد على التجربة الماليزية في تطبيقها وهو موضوع لم يتم تناوله من قبل، وبالتالي فإن هذه الدراسة ستكون مكتملة للدراسات السابقة.

#### منهج الدراسة

لمعالجة إشكالية هذا الموضوع سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم بجمع البيانات والمعلومات حول متطلبات إنشاء السوق المالية الإسلامية في الجزائر، وتحليلها للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها وذلك باستخدام أدوات توضيحية كالجداول والأشكال البيانية كلما دعت الحاجة لذلك.

#### صعوبات الدراسة

- نقص المراجع في المكتبة المركزية الجامعية.
- قلة المعلومات المتعلقة بالصيرفة الإسلامية في الجزائر.
- صعوبة البحث والدراسة في وضع شمل أوضاع سياسية متذبذبة (الحراك).

## أقسام البحث

للوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة تعمدنا تقسيم البحث إلى ثلاث فصول حيث أن الفصل الأول خصص لدراسة السوق المالية، انطلاقاً من تحديد مفهوم السوق المالية وتوضيح أنواعها والأدوات المتداولة فيها والتطرق إلى كفاءتها، أما الفصل الثاني المعنون باسم الإطار النظري لسوق المالية الإسلامية والذي تناولنا من خلاله ماهية السوق المالية الإسلامية وتوضيح أهم الوظائف والمبادئ والمقومات لإنشاءها، أما الفصل الثالث شمل استفادة الجزائر من تجربة سوق المالية الإسلامية وإسقاط التجربة الماليزية عليها، والذي أبرزنا من خلاله سوق رأس المال الماليزي وأنواع الصكوك المتعامل فيه إضافة إلى أفاق الصيرفة الماليزية، مع تدعيم هذا الفصل ببعض الدراسات التطبيقية وبعض المعطيات المجدولة، وفي الأخير إلى الصيرفة الإسلامية ومتطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر.



## تمهيد

نتيجة التقدم الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في عالم قد استجابة للعولمة، أصبح لهذه الأسواق مركزاً حيوياً في فضاء الاقتصاد ككل، وذلك لشمولها على القطاعين (العام والخاص) وتمويل خطط التنمية الاقتصادية، وهي تعتبر انعكاساً لنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة، ولا بد أن نجاح واستمرارية نشاط الأسواق المالية في أي دولة كانت مرتبطة بوجود إطار تشريعي وتنظيمي واضح مع توفر الاستقرار في شتى المجالات (الأمني والسياسي والاقتصادي...).

تعد الأسواق المالية سوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل في النهاية إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من المدخرين إلى المستثمرين للمساعدة في تشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي.

في هذا الفصل سنحاول دراسة الإطار النظري الأساسي والضروري لفهم دقيق للأسواق المالية وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: كفاءة السوق المالية.

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

عرفت الأسواق المالية من خلال بنيتها وأدواتها العديد من التطورات والتي ساهمت في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية لأصحاب الفوائض والمساهمة في ملكية الشركات، ومنه سنتطرق في هذا المبحث إلى ماهية الأسواق المالية من حيث التعريف بما وعرض أنواعها وأدواتها.

## المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

يُعطى مصطلح الأسواق المالية العديد من التعاريف التي اختلفت عبر مراحل تطورها.

أولاً: تطور الأسواق المالية<sup>(1)</sup>

نظراً للتطور الاقتصادي وازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية وبسبب اتساعها وزيادة المدخرات لدى الأفراد، ونمو الاقتصاد وزيادة الدخل القومي ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من مدخرات الأفراد في مجالات إنتاجية ومع زيادة هذه المؤسسات الاستثمارية نشأت الأسواق المالية عن طريقها إجراء الصفقات المالية، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو زيادتها، وتعتبر فرنسا أول دولة شهدت ميلاد أول سوق لتداول الأوراق المالية وذلك في القرن الثالث عشر ميلادي، حيث وجد التجار مع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها فوائد في اعتماد وسائل الائتمان من مسحوبات وسندات أذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا فيليب الذي عاش خلال الفترة (1268-1314) مهنة سمسارة الصرف.

ومن خلال نفس الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا وكان التجار في بلدة بروج يجتمعون مقابل قصر عائلة بورسية ليتبادلوا الصفقات وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية.

وعموماً يمكن إيجاز المراحل التي مرت بها الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً وذلك

كما يلي<sup>(2)</sup>:

- المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مداخلهم في شتى المجالات، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات

<sup>1</sup>- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2014، ص 25، ص 26.

<sup>2</sup>- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2005، ص 55، ص 56.

التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، ما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

- **المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

- **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط أو طويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجياتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

- **المرحلة الرابعة:** تعتبر بداية نجاح السوق النقدي مع السوق المالي بازدياد حركة تداول الأوراق التجارية وشهادات قابلة للتداول.

- **المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة، وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

### ثانيا: تعريف الأسواق المالية

هناك عدة تعريف للأسواق المالية أهمها<sup>(1)</sup>:

1- **التعريف الاقتصادي:** يعتبر سوق المال المكان الذي يلتقي فيه الطلب (وحدات العجز) والعرض (وحدات الفائض) لرؤوس الأموال طويلة الأجل لتمويل جزء من الاقتصاد بمعنى آخر هي طريقة لتعبئة وتحويل الادخار الوطني المجمع لاستثمارها في مشاريع اقتصادية مختلفة.

2- **التعريف المالي:** هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تتمثل في الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال من أجل الاكتتاب لرؤوس الأموال الاجتماعية للشركات ولتوظيف ذو الأمد الطويل.

<sup>1</sup> - خالد أحمد المشهداني، رائد عبد الله لعبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2013، ص 161.

3- **التعريف القانوني:** قد عرف المشرع الفرنسي في المادة الأولى من القانون رقم (98/08) المتعلق باللجنة المشرفة عن تنظيم عملية البورصة بأنها: يمثل هذا السوق إجمالي الصفقات المتعلقة بالقيم المنقولة، عقود التفاوض أو المنتجات المقبولة من طرف لجنة البورصة أو لجنة السوق الآجلة.

**مما سبق يمكن تعريف السوق المالية بأنها:** الوسيلة المنظمة يجمع فيها كل من أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، ويكون ذلك باتصال دائم (مباشر أو غير مباشر) ما يمكنهم من إنهاء التعاملات المتبادلة بينهم بشكل منظم.

### المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تتكون السوق المالية من عدة أسواق متداخلة مع بعضها البعض وتنقسم هذه الأسواق إلى نوعين رئيسيين:  
**أولاً: سوق النقد<sup>(1)</sup>**

في هذا السوق يتم تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل أجال استحقاقها عن سنة واحدة، حيث تتلقى الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت، والوظيفة الأساسية لسوق النقد هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال الأصول المالية قصيرة الأجل.

### 1- خصائص السوق النقدي

يتميز السوق النقدي بالخصائص التالية<sup>(2)</sup>:

- موضوع المبادلة في هذا السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول سماتها الأساسية هي سيولتها النسبية، وأهمها أذونة الخزينة، الأوراق التجارية وجميعها تعبر عن مديونية قصيرة الأجل.
- المؤسسات التي تتعامل فيها تتكون أساساً من المؤسسات النقدية والمالية (البنك المركزي، البنوك التجارية شركات التأمين) كونهم وسطاء بين الأفراد والمشروعات والحكومة.
- سعر الفائدة هو سعر التوازن في السوق النقدي، فهو يعبر عن خيار بين الإنفاق الحالي والحصول على سلع في اللحظة ذاتها، والإنفاق المستقبلي والحصول على السلع ذاتها في مرحلة ثانية.

<sup>1</sup> - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي - زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، الطبعة الأولى 2019، ص 29.

<sup>2</sup> - حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2016، ص 44، ص 45.

- كما انه المركز الذي تتجمع فيه الأصول التي تبحث عن استثمارات مؤقتة تكون في متناول أولئك الذين يرغبون في الحصول على هذه الأصول قصيرة الأجل، أي الإقراض والاقتراض قصير الأجل، ويمكن أن يتم إقراض الأصول في السوق النقدي لمدة تتراوح بين يوم وأسبوع أو بين ثلاثة أشهر وستة أشهر.

## 2- أهمية سوق النقد

للسوق النقدي أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد القومي للأسباب التالية<sup>(1)</sup>:

- جلب أدوات مالية التي يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مراكز سيولتهم، إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكن من الأفراد والمؤسسات على حد سواء، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكن من خلال السوق النقدي استثمار أموالهم في أدوات مالية قصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية، كما تسمح البنوك والمؤسسات المالية شراء أدوات سوق نقدي قبل تاريخ استحقاقها مقابل عائد، ويسمح لها السوق بتوظيف أموالها وتمويل البنوك والمؤسسات المالية المحتاجة للسيولة في السوق ما بين البنوك وذلك لمواجهة سحب الودائع أو عقد القروض الجديدة.

- يحق للسلطات النقدية وعلى رأسها البنك المركزي بتنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد (الرقابة على الأموال، التحكم في أسعار الفائدة القصيرة الأجل وبالتالي في أسعار الفائدة طويلة الأجل، التحكم في احتياطات البنوك التجارية، وسياسة السوق المفتوحة وسياسة إعادة الخضم)، ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية، كما يمكن للسوق النقدي يوفر لصغار المدخرين والمستثمرين فرصة استغلال مدخراتهم الصغيرة و استثمارها من خلال هذه السوق، وتأخذ السوق النقدية أكثر مجالاً وأتساعاً في الدول النامية، ذلك لأن معظم المدخرين والمستثمرين لهذه الدول هم من صغار المدخرين وأكثر عقداً، ويؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل القصيرة الأجل وبالتالي الزيادة في سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، وتكون محصلة ما سبق الزيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشاً وازدهاراً اقتصادياً.

## 3- تجزئة السوق النقدي

يتكون السوق النقدي بصفة عامة من مجموعة عامة من مجموعة أسواق فرعية حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما، وعادة ما تتمثل في ما يلي<sup>(2)</sup>:

<sup>1</sup> - بن غلال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس الحلقة حول مواضيع المتعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية المقدمة لطلبة السنة الثالثة، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية 2015، المركز جامعي نور البشير، البيض 2015-2016، ص 68، ص 69.

<sup>2</sup> - حكيم براضية، جعفر هني مجّد، مرجع نفسه، ص من 45 إلى 47.

- سوق النقد ما بين البنوك: وهو جزء خاص من السوق النقدي مخصص للمؤسسات المالية، يلعب على الأقل دورين في الأنظمة المالية الحديثة، فهو بمثابة قناة لانتقال السيولة من البنوك ذات الفائض في الخزينة نحو البنوك ذات العجز في الخزينة ومكان لتدخل البنك المركزي لممارسة سياسته.

ولسوق ما بين البنوك ثلاثة وظائف أساسية تتمثل في:

- إعادة توزيع السيولة بين البنوك التي لديها فائض والبنوك التي لديها عجز.

- التعديلات الهيكلية للخزينة بين البنوك.

- تنظيم سيولة البنوك من قبل البنك المركزي.

- سوق الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية: يشمل هذا السوق نشاط مختلف المؤسسات

المالية مصرفية وغير المصرفية، ويتم تداول مختلف الأصول المالية حسب نوعية المؤسسة الاقتصادية والمالية المصدرة لها، وتتمثل في مجمل الأوراق المالية والتجارية ذات الأجل القصير والمتوسط، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح ائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

- السوق النقدية الدولية: هي أسواق تختص بعملية إقراض وإقراض العملات الأجنبية وتتضمن رؤوس

الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصلبة التي تحصل عليها المؤسسات والحكومات وتتمثل هذه السوق في مختلف الصفقات التجارية والمالية والتي تتم بواسطته العملات الصعبة، ويمكن أن تأخذ شكل ودائع الأجل، تتراوح مدة استحقاقها من أيام إلى عدة سنوات أو في شكل أصول أو شهادات دين تتراوح مدة استحقاقها من شهر إلى سنة كاملة، ويقوم بهذا النوع كل من البنوك التجارية والشركات متعددة الجنسيات وبعض الدول ذات الفوائض المالية.

ثانيا: سوق رأس المال

ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية التجارية التي تزيد أجال استحقاقها عن سنة وتعرف هذه الأوراق المالية طويلة الأجل ومن أمثلة تلك الأوراق الأسهم العادية والسندات بأنواعها المختلفة<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> - محمد أحمد عبد البني، مرجع سبق ذكره، ص 29.

وتنقسم سوق رأس المال بدورها إلى<sup>(1)</sup>:

**1- أسواق الإصدار أو الأسواق الأولية:** تمثل سوق الإصدارات الجديدة التي تسوق من خلالها الأدوات المالية لأول مره سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، فهي أسواق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، ومن خلالها يمكن للوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى أموال إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، مع الترويج لها من خلال منشآت مالية مصرح لها بالترويج مثل البنوك وشركات الترويج وتغطية الاكتتابات التي يتمثل نشاطها في ضمان تلقي الاكتتابات في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات الأخرى.

**2- أسواق التداول أو الأسواق الثانوية:** يتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب من قبل، فمحلها استثمار قائم من قبل وليس استثمارا جديدا ومن خلال هذه الأسواق يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس. وهذا النوع من الأسواق بدوره ينقسم أيضا إلى:

**1-2- أسواق حاضرة:** وهي أسواق تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم، السندات) ويتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة وتنقسم هذه الأسواق إلى:

**2-1-1- أسواق منظمة:** وتمثل البورصات التي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء ويحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ويشرف على عملها هيئات متخصصة وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة فيها والمستوفية لمتطلباتها والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب.

**2-1-2- أسواق غير منظمة:** ويطلق عليها السوق الموازي أو المعاملات على المنضدة وهي أسواق عرفية وليس لها نظمها الرسمية كأسواق المنظمة، ويقوم بإدارتها شبكة من الوسطاء منتشرين في أنحاء مختلفة ويتبادلون فيما بينهم معلومات مالية موضوع التبادل من خلال شبكة الاتصالات قوية تمثل في خطوط هاتفية أو أطراف الحاسبات الآلية أو غيرها من وسائل الاتصالات السريعة حيث انه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل ويتم تحديد أسعار التعامل فيها بالتفاوض بين الوسطاء وفقا لظروف العرض والطلب.

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص33، ص34.

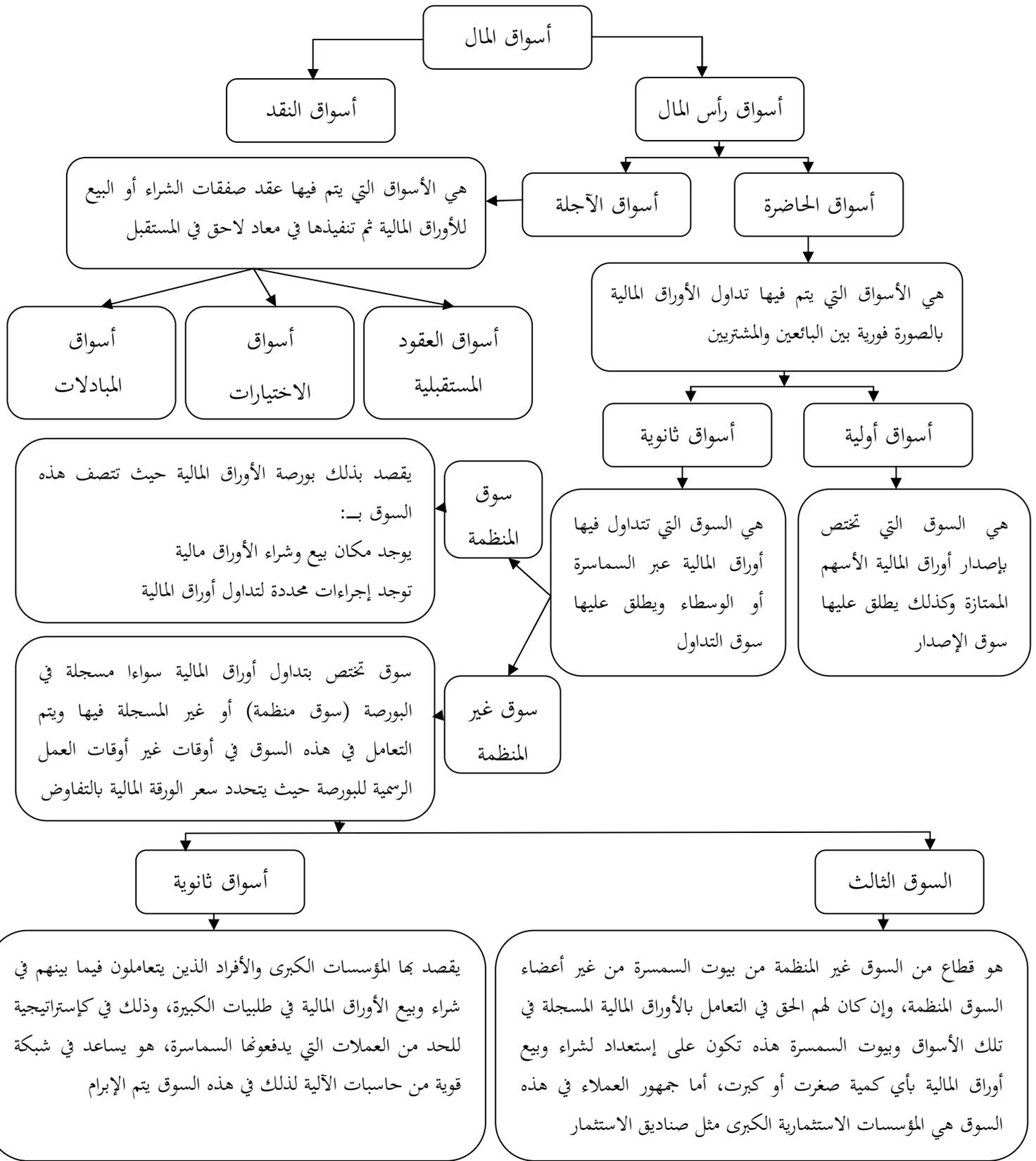
2-2- أسواق العقود المستقبلية<sup>(1)</sup>: هي الأسواق التي من خلالها يمكن أيضا التعامل بالأسهم والسندات لكن وفق عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

ويتيم<sup>(2)</sup> إبرام العقود عن طريق السماسرة في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح في غرفة السماسرة بإشارات متفق عليها تدل على نوع الأمر، ويتم تبادل الإشارات الرمزية حتى يستقروا على سعر محدد للأوراق المالية، ومن ثم يبرم العقد مباشرة مع بيان كل من المبيع والتمن والمكان وطريقة التسليم في نماذج خاصة تقدم لتثبيت التسوية ولضمان الوفاء بالعقد.

<sup>1</sup>- عبد الكريم قندوز، مرجع نفسه، ص35.

<sup>2</sup>- عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة- تقدير اقتصادي إسلامي - ، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص159.

الشكل (1-1): أنواع أسواق المال



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، عمان، الوراق للنشر والتوزيع، ص36.

## المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

يقصد بالأدوات المالية تلك الوثائق التي تتضمن ملكية الأموال وانتقالها، وتحديد حقوق المتعاملين في الأسواق المالية، بمعنى آخر فإن الأدوات المالية في الأسواق المالية هي وسيلة التعامل بين البائع والمشتري، أو بين المقرض والمقترض أو المدخر والمستثمر الذي يقوم بعرض هذه الأدوات، ومن هنا يصنف البعض هذه الأدوات إلى:

## أولاً: الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في سوق النقدية

تستخدم أدوات سوق النقد من قبل مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة ويتمتع سوق النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه، وتتضمن بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها. ومن هذه الأدوات نذكر ما يلي<sup>(1)</sup>:

- 1- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** وهي شهادات غير شخصية لا تعطي حاملها المستثمر حقا باستيراد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها المحدد، ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية بسهولة لأن هذا النوع من الشهادات مدون عليها معدل الفائدة وتاريخ استحقاقها والذي غالبا ما يكون ستة أشهر وأقل من سنة.
- 2- **قرض الدولار الأوروبي:** يتسم الدولار الأمريكي بحالة من الاستقرار والثبات الذي جعله عملة عالمية نتيجة لقوة الاقتصاد الأمريكي، وتقوم المصارف التجارية بأخذ قروض تسمى قروض الدولار الأمريكي لخلق أصول استثمارية قابلة للتداول ولأغراض أخرى، وتتميز بضخامة مبلغها وقصر تاريخ الاستحقاق.
- 3- **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي إحدى الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدية حيث يلجأ إليها تجار الأوراق المالية لمساعدة في تمويل جزء من المخزون هذه الأوراق المالية ليوم واحد أو لأيام معدودة، وذلك بتقديم صفقة من الأوراق المالية ذات سيولة عالية للمستثمر بصفة مؤقتة وكذلك بإعادة صفقة الشراء مع ذلك المستثمر للأوراق المالية المباعة له سابقا بسعر أعلى قليلا من سعر البيع ويشكل إجمالي الفرق بين سعرين الربح الذي يستفيد منه المستثمر، وتستخدم هذه الحالة عند الحاجة للسيولة النقدية لفترة قصيرة ويستخدمها المستثمرين في حالة وجود فائض مالي لديه.

<sup>1</sup> - زاهرة يونس مجد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشريعة أطروحة دكتوراه لاستكمال الماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006، ص 13.

4- أمر السحب قابل للتداول: نظرا للتطورات التي حصلت للأدوات الاستثمارية دفعت بالمصارف إلى إصدار وعاء ادخاري جديد يجمع صفات الودائع الجارية وودائع التوفير وهذا يوفر للمستثمر الحصول على مزايا الإيداع في الودائع الجارية بحيث يملك المودع حق السحب عند الحاجة ويضمن الحصول على العائد الناتج عن فائدة محددة على رصيد تلك الوديعة.

5- الكمبيالات المصرفية: نتيجة للتطور التجاري استخدمت الكمبيالة كأداة في تسديد ثمن البضائع التي تتم بواسطة الشراء على أساس الدفع المؤجل كالإ اعتمادات المستندية، الذي يسمى باعتماد القبول حيث يسحب المصدر سندا فيقدمه للبنك المستورد فيصادق عليه، وبالتالي هي عبارة عن حوالة مالية تمثل التزاما غير قابل للنقض على البنك الذي يقبل دفع المبالغ المتضمنة في الوثائق المقدمة له في نطاق اعتماد مستندي لمدة استحقاقها.

6- الأوراق التجارية<sup>(1)</sup>: هي قروض مالية زمنية غير مغطاه بضمانات، تصدر من المؤسسات ذات السمعة التجارية الجيدة، والتي يكسب الجمهور المستثمر الأمانة في مصداقيتها، وذلك بهدف تمويل احتياجاتها النقدية قصيرة الأجل، ويمكن لهذه الأوراق التنبؤ بما لعدة شهور ماضية، وتصدر بفئات تبدأ من 100000 إلى مليون دينار، وبنسبة خصم على سعرها الاسمي، وتراوح فترات استحقاقها من 1 إلى 270 يوم، وتباع من خلال وسطاء ولا تتداول هذه الأوراق في الأسواق الثانوية.

7- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: هذا القرض تقرضه البنوك التي تعاني من العجز والتي لديها فائض إلزامي وهي ليست أوراق مالية إنما تعهد غير مكتوب يلتزم البنك المقترض بسداد القرض وفوائده.

8- أدوات الخزينة<sup>(2)</sup>: هي أداة دين حكومية تتراوح مدتها من 3-12 شهر تصدر من قبل الحكومات تستخدم هذه الأداة لامتناس الفائض النقدي وتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وإعفاءات ضريبية وهذه الأداة تكون أسعار خصمها أقل مقارنة بالأدوات الأخرى في السوق المالي مثل سندات الشركات أو سندات الحكومة طويلة الأجل، يقرضها لتداول داخل السوق المالي الثانوي في كثير من الأحيان أو من خلال المزاد لمعالجة عجز مؤقت ولتشجيع الادخار أو التأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه الأسواق.

1- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، شركة دار الأكاديميين للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2014، ص 56.

2- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2012، ص 174.

## ثانيا: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

وفقا لهذا الأساس يمكن تقسيمها كما يلي:

### 1- أدوات الاستثمار المباشر: من أبرز أدوات الاستثمار المباشرة المتداولة في سوق رأس المال نجد

الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

#### 1-1- الأسهم العادية<sup>(1)</sup>: هو صك ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وسوقية وتتصل القيمة المدونة على

قسمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة أما القيمة الدفترية فتتمثل في حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للأسهم المكتتب فيها وعلاوة الإصدار إن وجدت، إضافة إلى احتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

#### 1-1-1- حقوق المساهمين العاديين: يتمتع المساهمين العاديين بعدة حقوق من أهمها كالتالي<sup>(2)</sup>:

- الحق في الأرباح الموزعة: يوزع المساهمون غالبا الأرباح على أساس منتظم، لأن الأرباح محتواها متضمن على معلومات وهي إشارة مهمة للسوق، فالشركة التي تنتهج سياسة توزيع أرباح مستقرة سيكون موضع تقدير كبير من قبل السوق، وأي تعديل في سياسة توزيع الأرباح سينعكس هذا على أسعار الأسهم، فإن عدم توزيع الأرباح سينعكس هذا على أسعار الأسهم، فإن عدم توزيع الأرباح من قبل الشركة حتى لو كان له ما يبرره لمشروع استثمارية مبرحة للغاية، كثيرا ما ينظر إليها من قبل السوق على أنها إشارة إلى انخفاض من الأرباح في المستقبل لأن قيمة الأسهم في السوق يتحدد باستخدام خصم التدفقات النقدية للأرباح المتوقعة.

- حق التصويت: فالمساهمين بمثابة ملاك الشركة لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري والذي سيقود شركتهم، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا ككيفية توزيع الأرباح بين الشركات باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل.

- حق الأولوية في الاكتتاب: يملك أصحاب الأسهم العادية حق الأولوية في الأسهم الجديدة وعرضها للاكتتاب العام وفي غالب يتم تحويل جزء مخصص للمساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم سابقا.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، إسكندرية، الطبعة 2011، ص 05، ص 06.

<sup>2</sup> - عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي - أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 28، ص 29.

- **حق بيع الأسهم:** يمكن للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصنيفها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

- **حق الإطلاع على وثائق الشركة:** كما يحق لهم الإطلاع على وثائق شركتهم من أراد، خاصة وثائق المحاسبة المساهمين الآخرين وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة.

- **حق المساهمين في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركة لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط أو لعجزها نهائياً أو عجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها لتسديد ما عليها من ديون ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى مقسم فيما بين المساهمين العاديين، كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

### 1-1-2- تصنيف الأسهم العادية

قسمت الأدبيات المالية الأسهم العادية وصنفتها وفقاً لمعايير ومؤشرات عديدة وتصنف هذه الأسهم تبعاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

- **الأسهم المدافعة:** هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقر ومتزايد خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال، بما أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بفترة الانكماش في دورات الأعمال، ويعد هذا النوع من الأسهم جذاباً للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وآمن.

- **الأسهم الدورية:** وهي التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها مع الحالة الاقتصادية العامة، أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغيير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة أكبر من معظم الأسهم بتحريك الاقتصاد بين التطور والتدهور، حيث ما إذا كانت الظروف الاقتصادية جيدة ترتفع الأسهم والعكس، لذلك يقترح على المستثمرين شراءها في مدة الركود وبيعها في خلال الازدهار، ويشار لهذه الأسهم بالأسهم المجازفة وتتصف بأن عوائدها أكثر تقلباً أي أن لها مخاطرة عالية.

- **أسهم المضاربة:** تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها في المستقبل، بدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة، فإن المشتري الأسهم يراهن على ما قد يستجد من المعلومات ووسائل الإنتاج في المستقبل الأمر الذي يجعلها تتصف بالمخاطر العالية.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2013، ص 362.

- **الأسهم الناجحة:** تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة، وتصدر هذه الأسهم عادة الشركات قائمة في صناعتها، وتمتاز هذه الأسهم بكفاءة الإدارة وجودة منتجاتها، والقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ ولمدة طويلة، كما ينصح للمستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة والكبيرة في أداء السوق المالي لشراء الأسهم لأن أسعارها ترتفع بعد الانخفاض وتستعيد الخسائر في الكثير من الحالات.

- **أسهم الدخل:** يسعى بعض المستثمرين لشراء أسهم الدخل أساساً بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح وهذا الدخل قد يمثل للبعض الحافز الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، والأفراد الذين يستثمرون للحصول على الدخل يبحثون عن الأوراق المالية تعطي شكلاً منتظماً من توزيعات الدخل قابلاً للتنبؤ ويهتم المستثمرون بتقليل مخاطرة أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على تلك الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.

**1-2-1- الأسهم الممتازة<sup>(1)</sup>:** هي الأسهم التي تمنح صاحبها حقوقاً أعلى من حقوق صاحب السهم العادي وتمثل هذه الحقوق في تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل توزيعها بالتساوي على المساهمين كما يمنح أصحاب هذا النوع من الأسهم نسبة أعلى من أصحاب الأسهم العادية أو الأولوية عند تصفية موجودات الشركة.

### 1-2-1- خصائص الأسهم الممتازة

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية<sup>(2)</sup>:

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأداء من الأرباح المحققة.  
- يحق لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من الفوائد وذلك بعد استلام الدائنين.

- يمتاز حملة الأسهم الممتازة بأولوية في تصفية الأموال عن حملة الأسهم العادية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياساً للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن تكون تكلفة التمويل المرتبطة بها بأقل من الأسهم العادية.

<sup>1</sup> - فارس ناصف الشبيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2012، ص 249.

<sup>2</sup> - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2016، ص 100، ص 101.

- معدل العائد المطلوب في حالة الأسهم العادية يكون أعلى منه في حالة الأسهم الممتازة.
- تضمن الشركة حقوق أصحاب هذه الأسهم بموجوداتها الاستثمارية علما بأن هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية لذا فإن الأسهم الممتازة اقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية الإدارة أو المشاركة في مجلس العمومي أو التدخل في قرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.
- حق تراكم العوائد بمعنى أن في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراءات توزيعات حملة الأسهم العادية، وقد يتضمن في عقود التأسيس بعض الشركات على حق في التوزيعات.
- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم العادية ويكون ذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجرى هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.

### 1-3- السندات<sup>(1)</sup>:

**تعريف السند:** هو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.

**و يعرف أيضا:** انه صك مالي قابل للتداول يمنح للمكتب لقاء المبالغ التي أقرضها ويخوله استعادة مبلغ القرض والفوائد المستحقة في وقت أجاله وتصدر السندات بوحدة من الأسلوبين التاليين:

أن يتولى بنك الاستثمار عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السند التي لم يتم الاكتتاب بها ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا عاما.

أو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار بموجب اتفاقية القائمة بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وفقا لشروط يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات ويسمى هذا بالإصدار الخاص.

<sup>1</sup> - عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص31، ص32.

### 1-3-1- خصائص السندات

يمكن تلخيص أهم خصائص السندات وهي كالآتي:

- السندات أداة دين: يترتب على حامل السند للشركة المصدرة حق دائنيه في حين يترتب السهم لحامله حق في الملكية ومن هذا المنظور يكون لحامل السند الأولوية في استثناء حقوقه عن حامل السهم.
- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، ينص عليه في عقد الإصدار على عكس السهم ويعتبر السند عنصرا هاما في تحديد معدل الفائدة والسعر السوقي.
- السند أداة استثمارية ثابتة الدخل: السند نوع من الأوراق ذات الدخل الثابت حيث تدفع الفوائد سنويا سواء حققت الشركة ربح أو خسارة.
- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة والضمانات الممنوحة مقابل الاكتتاب كما انه لا بد أن تظهر سعر الإصدار الذي يدفعه المكتتب للحصول على السند ويكون عادة مساويا للقيمة الاسمية.
- يواجه السند مجموعة من المخاطر الائتمانية أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة ويقابله استدعائها من الجهة المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض من محلها سندات جديدة بفوائد أعلى.
- يخضع السند لنوعين من القيم إضافة إلى القيمة الاسمية وهما قيم أعلى عند بيعها مع علاوة وقيم أدنى عند بيعها بخصم.
- تتحرك فوائد السند في اتجاه معاكس للأسعار، ويعود ذلك لخضوع مستثمري السندات لتدفقات النقدية المستقلة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا تعطى المعدلات الأعلى للخصم قيمة حالية أدنى للسنوات.

### 1-3-2- أنواع السندات<sup>(1)</sup>:

تتنوع السندات باعتبارها مختلفة إلى أنواع:

- 1- تقسيم السندات من حيث الإصدار:** تنقسم هذه السندات وفقا لهذا الأساس إلى سندات حكومية وسندات خاصة.
- **السندات الحكومية:** هي سندات تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام، تتمثل في القروض المحصلة من الأفراد والهيئات إما لتمويل الجهود الحربي أو تمويل عمليات التنمية الاقتصادية، وتمتاز السندات الحكومية بأنها أكثر أمنا (أقل مخاطرة وأكثر سيولة) بالنسبة للمستثمر من السندات الخاصة وسندات الشركات.

<sup>1</sup> - فارس ناصف الشيبيري، غسان سالم الطالب، مرجع سبق ذكره، ص 215، ص 218.

- السندات الخاصة أو سندات الشركة: وهي التي تصدر عن المؤسسات المالية وشركات المساهمة في القطاع الخاص واهم ميزه لهذا النوع أنها تصدر معدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية أما من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السند الحكومي لمخاطر الائتمان والمرتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين السنوي ولتوفير حماية للمستثمر فيها تصدر هذه السندات مضمونة في الكثير من الأحيان.

2- تقسيم السندات من حيث شكل الإصدار: تنقسم السندات من حيث شكل الإصدار إلى نوعين، السند لحامله والسند الاسمي.

- السندات لحامله: اسم المستثمر لا يمكن أن يخلو من سجل الملكية لدى جهة الإصدار، فتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويضمن لحامله الحصول على فائدة عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرافق للسند وتقديمه للبنك المعين وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضاً حق في استلام القيمة الاسمية من البنك مباشرة.

- سندات اسمية (مسجلة): يرتبط ذلك عندما يحصل اسم صاحبه وكذلك يوجد سجل خاص بالملكية لدى الجهة المصدرة وهذه السندات الاسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة جزئياً حيث يقتصر هذا التسجيل على الدين فقط، أما الفائدة تأخذ بنفس طريقة سندات لحامله.

## 2- أدوات الاستثمار غير مباشرة<sup>(1)</sup>

تعتمد بعض المؤسسات الاستثمارية على صناديق الاستثمار المحفظة الاستثمارية في سوق الأوراق المالية من خلال اعتمادها على خبرة جهات متخصصة في إدارة محفظة الأوراق المالية ويعبر هذا التنوع متكامل لصغار المستثمرين مما يؤدي إلى تقليل المخاطر وتحقيق مكاسب مرتفعة.

<sup>1</sup> - زاهرة يونس، محمد سودة، مرجع سبق ذكره، ص 20.

## المبحث الثاني: كفاءة سوق المالية

تعد نظرية السوق الكفاء من أهم الموضوعات المناقشة أدبيات في السوق المالية، ويعود ذلك لسرعة وموضوعية انعكاس المعلومات الجديدة والمدروسة على الأوراق المالية ويمكن أن نتناول كفاءة السوق المالية على النحو التالي.

## المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية

اختلفت مفاهيم السوق المالية الكفاء وتعددت نذكر ما يلي:

## أولاً: سوق الكفاء وشروطه

**سوق الكفاء<sup>(1)</sup>**: هو السوق التي تنعكس فيها أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإن ظهرت معلومات جديدة في إحدى الشركات المتداولة أسهمها بتحرك سعر السهم بسرعة وبرشد من حيث الحجم، يعكس هذه المعلومات الجديدة.

وهناك ثلاثة شروط أساسية يجب توافرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة المعلوماتية هي:

- 1- أن يتم الحصول على المعلومات بدون تكلفة وأن تتاح لكافة المشاركين بالسوق في نفس الوقت.
- 2- أن يتسم كافة المشاركون في السوق بالبرشد وأن يكون الهدف من التعامل في السوق هو تعظيم المنفعة المتوقعة وألا تتأثر الأسعار بالعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي.
- 3- أن لا يكون هناك تكاليف للمعاملات وان لا تخضع الأرباح للضرائب وألا يتم تحميل الصفقات المالية بأي أعباء أخرى.

ثانياً: الأسواق المالية الكفؤة<sup>(2)</sup>

هي تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها ويركز هذا التعريف على الأمور التالية:

- 1- الأسعار تتغير بشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة للأوراق المالية.
- 2- تتوفر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة والفورية بمحيادية.

<sup>1</sup> - ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2010، ص 163.

<sup>2</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية الأولى 2013، ص 86.

3- تتساوى فيها سعر الورقة المالية مع قيمة الاستثمار.

- مما سبق يمكن تعريف كفاءة السوق المالية:

مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، للتعرف على مدى انعكاس الأسعار السائدة في السوق وموقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما أن أسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها.

ثالثاً: أنواع الكفاءة

حتى يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات على أفضل الاستثمارات لابد أن يكون كفؤاً وهناك منظورين لكفاءة الأسواق المالية على الوجه التالي<sup>(1)</sup>:

### 1- الكفاءة الداخلية

هي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التنظيمية والتي يمكن أن يطلق عليها بمصطلح الكفاءة التشغيلية وهي تحقيق النتائج أو إنجاز عمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف، أما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية تعني أن التعامل يتم بتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة، وهذا معناه أن العمولات والرسوم المدفوعة إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية عمولات منخفضة نسبياً، إضافة إلى أن عملية البيع أو الشراء وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه توفر بائع مستعد للبيع أمام عرض الشراء والمشتري جاهز أمام كل أمر بيع وهذا ما يساعد الكثير على توفير السيولة للأوراق المالية المتعامل بها في السوق المالية.

### 2- الكفاءة الخارجية

تعرف أيضاً بكفاءة التسعير وهي سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوافرة أو التي يجب معرفتها، وينتج عن سرعة تأثير المعلومات على أسعار الأسهم أنه لا يمكن التنبؤ بأسعار في السوق ذات الكفاءة لأن هذه الأسعار لا تسلك نمطا معينا بل تسير بطريقة عشوائية يصعب التنبؤ بها حتى وإن قام المستثمر بعمل جميع أنواع التحليل المالية والإحصائية.

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، الطبعة 2008، ص197، ص198.

## المطلب الثاني: الخصائص التنظيمية لسوق الكفؤة ومعوقات تطبيقها

نتطرق في هذا المطلب إلى الخصائص التنظيمية التي تجعل من السوق المالية كفؤة قادرة على تخصيص المدخرات لأفضل المشاريع الاستثمارية، وتوضيح بعض المعوقات التي قد تواجه تطبيقها.

## أولاً: الخصائص التنظيمية للسوق المالية الكفؤة

لا بد أن تتوفر مجموعة من الخصائص التنظيمية التي تساعد على جعل السوق ذا كفاءة عالية وأهم هذه الخصائص نجد ما يلي<sup>(1)</sup>:

- 1- وجود إدارة مركزية في السوق ومجلس إدارة يمثل الجهات المتعاملة في السوق وتعتمد هذه الإدارة على القوانين و التعليمات النافذة وتطويرها بما يتلاءم مع التطورات المالية والاقتصادية ومراقبة عمليات التداول.
- 2- إيجاد نصوص قانونية وتنظيمية فعالة لعمليات التداول في السوق المالي من خلال تحديد شروط إدراج الأسهم وتنظيم دخول الشركات إلى البورصة ومتابعة تطبيق هذه الشروط مع كافة الشركات باستمرار، وإيقاف التعامل مع الأسهم والشركات التي لا تلتزم بهذه الشروط.
- 3- التأكد من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها الشركات وإيجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامة ولجميع الشركات، وتوفير العدالة وتكافؤ فرص الحصول على المعلومات والبيانات المالية، وتحقيق الحماية للمتعاملين وتنظيم طريقة التعامل في السوق، مع إيجاد آلية لتداول الأسواق المالية من قبل المتعاملين من الداخل، ومراقبة تعاملات هؤلاء والتأكد من صفقات البيع والشراء التي تنفذ من قبلهم والأرباح التي يحققونها على هذه الصفقات، واتخاذ الإجراءات التصحيحية للأخطاء والتغيرات غير النظامية لحماية المستثمرين.
- 4- إيجاد هيئة على درجة عالية من الكفاءة ممثلة عن كافة الجهات المستفيدة والمتعاملة في السوق المالي كالمستثمرين والوحدات الحكومية الأساسية والوسطاء والوكلاء والرقابة المالية في السوق المالي وتطبيق الأنظمة والتعليمات والقوانين بصدد المخالفين.
- 5- الاهتمام بصانعي السوق من المتخصصين والمستثمرين المعتمدين في السوق، إذ مهمتهم الأساسية تحريك السوق عند هدوء التعاملات بيعا وشراء بغرض تكوين سوق مالي نشط، والتأكد من سلامة الوسطاء الماليين في السوق وتعاملاتهم والصفقات التي تنفذ من خلالها.
- 6- منع المضاربة في السوق المالي من خلال الرقابة المستمرة على الأسعار والسوق.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص88، ص89.

- 7- تخفيض نسبة العمولات على الصفقات المبرمة في السوق بحيث لا تؤثر على الصفقات منخفضة القيمة.
- 8- إعداد قائمة بكافة طلبات البيع والشراء وأسعار الأسواق المالية لجميع الشركات المدرجة بالبورصة ولكافة عمليات البيع والشراء.
- 9- تطوير الوسائل والأدوات والتكنولوجيا المستخدمة في عمليات التداول اليومية كالانترنت وأجهزة الاتصال الحديثة والمتطورة.

### ثانيا: معوقات تطبيق سوق الكفاء

يمكن إجمالها على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

- 1- تأثير سعة الإنتاج: إن بعض المنشآت الصغيرة قد تحقق لفترات طويلة عوائد عالية مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية، حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بقيم معلومات هذه المنشآت العالية فيكون من الصعب معرفة المخاطر.
- 2- تأثير التظليل الإعلامي: مثلا عندما يحدث تضخم أرقام المنتجات والأرباح ومن ثم يكشف المستثمرين بأنهم وقعوا في خدمة مالية، ومن ثم يتسبب في انهيار الثقة في المؤسسات المالية والشركات المعنية ومن ثم في السوق المالية.
- 3- تأثير حساسية السعر: إن حساسية المستثمرين اتجاه الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغيير والمرونة تكشف عن مدى شراكة ايجابية لردود الأفعال.
- 4- تأثير ضعف التقدير: إن المعدلات الكاملة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات ادني وبالتالي تشهد الأسواق تقلبات أسعار الأدوات المالية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.
- 5- تأثير القيم المتوسطة: العوائد المحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا.
- 6- تأثير فترات زمنية معينة: إن هناك فترات معينة من خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلب الأسعار كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير كانون الثاني في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يأتي من أن المستثمرون يقومون ببيع أسهمهم في شهر الكانون الثاني أي قبل نهاية

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص182، ص183.

العام وذلك مع بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم، فترتفع أسعارها علما أن تأثير شهر كانون الأول في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه يزال مستثمر في حالة المنشآت الصغيرة.

**المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية ونتائج صناعة سوق الكفاء**

**أولا: مستويات كفاءة الأسواق المالية**

إن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية هو مفهوم نسبي حيث حددت ثلاث صيغ أو مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية، نذكرها كالتالي<sup>(1)</sup>:

**1- فرضية الصيغة الضعيفة**

وفقا لهذه الصيغة فإن الأسعار الحالية للأوراق المالية المتداولة بالسوق تعكس المعلومات التاريخية وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها في التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، لأن جميع المعلومات عكست بالأسعار الحالية وهذا يعني أيضا أن حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل.

**2- فرضية الصيغة المتوسطة**

تبعاً لهذه الفرضية، فإن أسعار الأوراق المالية الحالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية كل المعلومات الحالية المتاحة حول الشركة مثل الإيراب والتوزيعات والمنتجات الجديدة والتغيرات في أنظمة المحاسبة... الخ.

**3- فرضية الصيغة القوية**

فيها فإن الأسعار الحالية تعكس بشكل كامل كل المعلومات التاريخية والحالية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، أي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية لأن هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم والأوراق المالية المتداولة.

**ثانيا: نتائج سوق الكفاء (أهمية صناعة سوق الكفاءة)**

تزايدت أهمية السوق الكفاءة كونها تشكل احد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، هذا بجانب أثارها الإيجابية في تحقيق التوازن والاستقرار والتخصيص الكفاء للموارد من خلال حزمة الخدمات التي يقدمها صناع السوق والتي يمكن إيجازها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

<sup>1</sup> - محمد مبروك أبو زيد ، التحليل المالي - شركات وأسواق مالية - دار المريح للنشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2009 ص 273، ص 274 .

<sup>2</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع نفسه، ص 88، ص 89 .

- 1- السوق الكفوءة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادية وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياتهم الاستثمارية.
- 2- تدفق رؤوس أموال بحرية وانسيابية عالية ما يحقق التخصيص.
- 3- تتماثل المعلومات في سوق الكفاء وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة الصحيحة والمنتجة للمعلومات وتوفير المعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق.
- 4- في ظل سوق الكفوءة يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تضليل وأنه مزاد يؤمن استمرار السوق وعدالته.
- 5- الاحتفاظ بمخزون خاص من الأصول لتحقيق التوازن بين الأوامر البيع والشراء وتوفير قواعد لحماية الأسعار في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق.
- 6- السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان استمرارية السعر وإخفاء صفة السيولة والمرونة للأصول المالية.
- 7- يقوم جميع المتعاملون في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل على السعر.

## خلاصة

في ختام الفصل هذا تبين أن للأسواق المالية أهمية بالغة فهي تعتبر قناة توجيه واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها، وقد صنفت أنواعها إلى سوق النقد وسوق رأس المال وتحت هذا التصنيف أنواع أخرى تختلف من حيث أجال استحقاقها أو نوع الأدوات المتداولة أو حتى من خلال الهيئة المراقبة لها. وحتى تتمكن هذه الأسواق من تحقيق غايتها يفترض أن تتوفر قائمة من الشروط لتضفي بصفة الكفاءة والتي بدورها تعكس أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتاحة في هذه السوق.

## تمهيد

يتمحور موضوع هذا الفصل عن الأسواق المالية الإسلامية التي يتم العمل على تفعيلها نظرا للحاجة ملحة للأمم الإسلامية لإسهامها في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة وتنمية اقتصادها وفق نظام مالي اقتصادي إسلامي بحت، قائم على الحلال واجتناب الحرام من جهة أخرى، الأمر الذي يتطلب إستفراغ كل الجهود للوصول إلى ابتكار بدائل الأدوات المالية تتوافق مع الفقه الإسلامي من إصدار وتداول.

وتحت هذا المضمون نحاول دراسة ماهية السوق الإسلامية من خلال بيان مفهومها وأدواتها وذلك بعد إعطاء نظرة عامة عن نشأتها، إضافة إلى ذكر بعض المقومات والضوابط التي لا بد توافرها لصناعة سوق مالية إسلامية وفي الأخير إعطاء بعض النماذج التي أعطت فرصة لنجاح هذه السوق من خلال المبحثين:

- المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية.
- المبحث الثاني: وظائف ومقومات السوق المالية الإسلامية وبعض التجارب لها.

### المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية

من خلال الدور الذي لعبته الأسواق المالية في تحريك العجلة الاستثمارية ورفع مستوى الكفاءات أصبحت الدعامة الأولى للنمو الاقتصادي ككل، وعلى الدول الإسلامية مواكبة هذا التطور العالمي عن طريق تبني أسس وقواعد تساعد في إمكانية إنشاء سوق مالي إسلامي وسنحاول في هذا المبحث دراسة مفهوم السوق المالية الإسلامية وما تحتويه هذه السوق من أنواع وأدوات متداولة فيها.

#### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

سنسبق في هذا المطلب التطرق إلى تاريخ نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية قبل مفهومها.

#### أولاً: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>

بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن وطرح هذه الفكرة الدكتور سامي جهود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984، حيث أقرح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وتم فعلا ذلك في البحرين عام 1986 بتأسيس شركات مساهمة إسلامية وعدة شركات استثمارية للأوراق المالية.

توصلت التجارب بعد ذلك في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية، تشكل أساساً لإقامة سوق مالية إسلامية.

كما أكد مرحوم الدكتور محمد السيد مناعي هذه الفكرة، في مبحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق الاستثمار أو من بنوك إسلامية، حيث قامت العديد من الدول المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية

<sup>1</sup> - حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف 2010-2011، ص 124.

إسلامية وطرحها للتداول مثل سندات السلم وسندات المقارضة في الأردن، شهادات القرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة صناديق التمويل في السودان ... وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 التي تسعى أن تكون في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلاميين ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002، وهو شركة مساهمة بحرينية حصل على ترخيص كبنك استثماري الذي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على إصدار الصكوك.

### ثانيا: تعريف السوق المالية الإسلامية

لقد تعددت واختلفت تعريفات السوق المالية الإسلامية نذكر منها:

- 1- تعرف السوق المالية الإسلامية أنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات الدورية وفق للشرعية، يباع وشراء لمختلف الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.
  - 2- يقصد بالسوق المالية الإسلامية بالمعنى الواسع مجموع المعاملات في البلد المنضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما مفهوم السوق المالية الإسلامية بالمعنى الضيق هو السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية المشروعة<sup>(2)</sup>.
  - 3- كما تعرف السوق المالية الإسلامية بأنها أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة<sup>(3)</sup>.
  - 4- كما أنها فرصة العامة لكل مستثمر مسلم، حيث يمكن من تقليل من خسارة والمخاطر وزيادة عائده، وذلك من خلال تنوع محفظة المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا، كما تعد محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل مشروعات البناء والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو من خلال زيادة الإنتاج في المجتمع<sup>(4)</sup>.
- بناء على التعاريف السابقة: فإن السوق المالية الإسلامية هي السوق التي تتم فيها المعاملات المالية وفق أدوات ذات أسس وأحكام شرعية، لثتمير الأموال في إطار إسلامي.

<sup>1</sup> - لحول عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، المحور الثامن من الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بقرطبة، 23 و24 فيفري 2011، ص 18.

<sup>2</sup> - حكيم براضية، مرجع نفسه، ص 127.

<sup>3</sup> - محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن الخزم للنشر، بيروت الطبعة الأولى 2011، ص 120.

<sup>4</sup> - مرداس أحمد رشاد، طاهر حسين، شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية، مجلة دورية علمية محكمة متخصصة في الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة عباس لغرور خنشلة، العدد 26، جوان 2018، ص 145.

المطلب الثاني: أنواع سوق المالية الإسلامية

تمثل السوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يتم من خلالها التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، وذلك وفق سياسات معينة وطرق متنوعة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدة أنواع كما يلي:

أولاً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

تصنف السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة وفترات استثمارها إلى نوعين كالتالي:

1- سوق النقد الإسلامي<sup>(1)</sup>: هي سوق استثمار قصيرة الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة وفيها يتلقى العرض والطلب على قروض طويلة الأجل.

1-1- أهمية سوق النقد الإسلامي<sup>(2)</sup>

تحتل سوق النقدية المنظمة والمتطورة مكانة هامة بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضا بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية، إضافة أنها مصدر لتمويل قصير الأجل، حيث أنها تمنح قروض قصيرة الأجل للمقترضين وذلك عن طريق أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، حيث أن أهم مؤسسات السوق النقدية في المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنه يمكن للمصارف التجارية من خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنها تعتبر منفذا لاستعمال الأموال الفائضة مؤقتا مما يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أما بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعا للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإن النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يعد بأمس الحاجة لمثل هذه السوق، نسبة للوظائف المهمة التي تؤديها تعتبر من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، غير أن في إطار سوق النقد التقليدي أن الأدوات التي تتعامل بها تستمد في مجملها على

<sup>1</sup> - مرداس أحمد رشاد، طاهر حسين، مرجع نفسه، ص146.

<sup>2</sup> - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 2013-2014، ص12.

الفائدة المحرمة شرعاً، وهي بذلك تشكل عائق أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتفادى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.

2- سوق رأس المال الإسلامي<sup>(1)</sup>: هي سوق يتم فيها تبادل منتجات وخدمات متوسطة وطويلة الأجل طبقاً لأحكام الشريعة وذلك أن تكون خالية من معاملات المحرمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة وما شبه ذلك.

### 2-1- أهمية سوق رأس المال الإسلامي<sup>(2)</sup>

يحتل سوق رأس مال مكانة ضرورية وهامة وحيوية لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سمي كذلك إلا لكونه " السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس مال في مشروعاتهم المختلفة، لكنه وبحالته الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، بتسوية الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة ولذلك كان إلزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس مال إسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام لدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصة والرسمية ومن ثم استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على نحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية.

وبالتالي يمكن القول أن سوق مال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية من الوحدات المدخرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخلفات الشرعية، وذلك بغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وحتى يتم التأكد من أن كانت أنشطة وعمليات سوق رأس مال الإسلامي تقوم على الالتزام الشرعي من جهة ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الاستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من المستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية.

### ثانياً: أنواع سوق المالية من حيث الإصدار و التداول

<sup>1</sup> - مرداس أحمد رشاد، طاهر حسين، مرجع نفسه، ص146.

<sup>2</sup> - شافية كتاف، مرجع نفسه، ص17.

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

- 1- السوق الأولية<sup>(1)</sup>: تدعى بسوق الإصدارات الجديدة ويتم فيها التعامل بالأدوات المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها المختلفة.

### 1-1- خصائص السوق المالية الأولية

لقد اختلفت وتعددت الخصائص المميزة للسوق المالية نذكرها كالتالي:<sup>2</sup>

- تنوع الصكوك المالية القابلة للإصدار: تتنوع الأوراق المالية القابلة للإصدار على هيئة صكوك والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي ويترتب على هذا التنوع إمكانية تعبئة الموارد وحشد المدخرات للآجال الطويلة والمتوسطة والقصيرة وصكوك الإستصناع والإجارة والسلم يمكن استخدامها لآجال الطويلة والمتوسطة.
- الالتزام بمبدأ الأولويات في الإصدار والتوظيف للصكوك والأوراق المالية: تقسم حاجات المجتمع المسلم إلى ثلاث مستويات وهي الضروريات والحاجات والتحسينات، ويقصد بالالتزام بنظام الأولويات، توظيف المدخرات المعبأة عبر الأوراق المالية الإسلامية في إقامة مشروعات تخضع لذلك التقسيم.
- انخفاض تكاليف الإصدار: ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل الموضوعية من أبرز ما يلي:
- انخفاض تكاليف الترويج لشراء الصكوك: الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الإسلامي يلتزم فيها مبدأ الأولوية السابق بيانه، وهذه الخاصية يدركها جمهور المكتتبين، والمستثمرين الماليين، حيث يلقي هذا النوع من الصكوك التأييد الديني والاقتصادي لدى المدخرين في المجتمع الإسلامي، ومن ثم تنخفض تكاليف الحملات الإعلامية التي تستهدف إغراء الراغبين في الاكتتاب العام، ولذا فالمتوقع تزايد الطلب على الصكوك المصدرة نتيجة لذلك التأييد الديني، وشعور المكتتبين بالإسهام في الإنتاج الطيبات التي يحتاجها المجتمع المسلم، حيث تحظى السلع وخدمات الضرورية والسلع المكمل لها بالأولوية في الإصدار.
- خلو سوق الإصدار من عقود المتاجرة بعدم اليقين: (عقود الخيارات والمستقبليات) في أسواق رأس المال التقليدية لتداول الأوراق المالية في المراكز المالية تصدر السوق عقود الخيارات والمستقبليات المشتقة من عقود الأسهم و السندات، وهي عقود تستهدف تخفيض حالات عدم اليقين الناشئة عن تقلبات القيمة السوقية

<sup>1</sup> - مرداس أحمد رشاد، طاهر حسين، مرجع نفسه، ص147.

<sup>2</sup> - مطهر سيف أحمد نصر، الخصائص الهيكلية لسوق المال في نظام المال الإسلامي، مجلة جامعة النصر، العدد السابع يناير، يونيو 2016، جامعة وهران، ص52، ص53.

للأوراق المالية المتداولة، وهذا النوع من العقود لا وجود له في سوق رأس المال الإسلامي، فقد أفتت المجمع الفقهي الإسلامية العالمية بحرمة المشتقات المالية لكونها متلبسة بالربا وقائمة على الغرر والقمار، وتدل لإحصاءات بأن التعامل بالمشتقات المالية سيتأثر بالقيمة الكبرى في الأسواق المعاملات والأوراق المالية والسلع، حيث أصبح التعامل فيها قرين الأزمات، كما التوسع فيها يتم على حساب التمويل الذي ينبغي أن يقدم إلى القطاعات الاقتصاد الحقيقي.

- انخفاض تكاليف السمسرة والوسطاء الماليين: يرجع ذلك إلى ارتباط الصكوك المصدرة بمشروعات ضرورية للمجتمع، تنتج الطيبات من السلع والخدمات الضرورية والسلع المكتملة لها، الأمر الذي يترتب عليه تقليص عدد الوسطاء الماليين وبعض كل ذلك الدور المحوري الذي تقوم به الهيئة المشرفة على سوق الإصدار.

2- السوق الثانوية<sup>(1)</sup>: تسمى أيضا بالسوق التداول، يتم فيها تداول الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حاملها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق الاستثمار وسمي هذا السوق سوق ثانوية لأنه يتعلق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأول مرة، لذلك يسميها البعض صفقات اليد الثانية وأيضا للسوق الإصدارات القديمة.

### 2-1- خصائص السوق الثانوية<sup>(2)</sup>

- عوائد الصكوك المتداولة محددة بمردود توظيفها وليس بعائد يحدد مسبقا

الصكوك المتداولة هي لعقود بيع مثل السلم والإستصناع، أو عقود الإجارة والمضاربات والمراجحات... الخ ولذا يجب أن يتوفر فيها شروط تلك العقود، كما يجب أن يخلو جميع الأدوات المالية المتداولة من أي ارتباط بأسعار الفائدة المباشر أو غير مباشر ينشأ عنه تحديد مقدار العائد سلفا.

- قبول المكتتبين في صكوك الملكية المشاركة في الأرباح والخسائر

وهي الخاصية البديلة والعادلة لتحديد العوائد سلفا من خلال معدلات الفائدة ويترتب على تطبيق هذه الخاصية ارتباط تعبئة الموارد المالية بالمشروعات الاقتصادية، ويرتكز عليها تمويل التنمية الاقتصادية فإن الأوراق

<sup>1</sup> - شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 19 .

<sup>2</sup> - مطهر سيف أحد نصر، مرجع سبق ذكره، ص 55.

المالية الإسلامية يستلزم أن يكون معظمها ذا آجال متوسطة و طويلة، ويتسم هذا النوع من التمويل المشارك بالاستقرار ويرجع ذلك إلى خلو السوق الثانوية من المضاربات على فروق الأسعار وارتباط العائد على الأوراق المالية بمعدلات الربحية المتحققة بالعمل أو التي يتوقع أن يحققها في فترات مستقبلية مؤسسات وشركات الأعمال التي يتم تداول أوراقها في السوق المالية الإسلامية الثانوية.

### - السوق الثانوية سوق لتسييل الأوراق المالية المصككة وليس المضاربة على قروض الأسعار

تعد هذه الخاصية أساسية وتنسجم مع خلو الأوراق المالية من الارتباط بأسعار الفائدة ومؤشراتها، كما تنسجم مع ارتباط سوق الأوراق المالية بقطاع الإنتاج الحقيقي وانتظار معدلات الربحية التي ستحققها المؤسسات والشركات التي يتم تداول أوراقها في السوق الثانوية، ولا يتصور في مثل هذه السوق حدوث أزمات مالية، لأن حملة الأوراق المالية لا يشعرون بالذعر المالي الذي تسببه تطورات أسعار الفائدة، والتوقعات المتصلة بأسعار الأوراق المالية، وبالمقابل فإن أسواق الأوراق المالية التقليدية المعاصرة تقدم الدلائل القاطعة على تعذر في السوق الثانوية، إلى ذلك الارتباط بين الأسواق المالية، وقطاعات الاقتصاد الحقيقي، ونجم على ذلك تعطيل المدخرات وحبسها عن المشاركة في تمويل وحدات العجز العاملة في قطاعات الاقتصاد الحقيقي والاكتتاب بدوران الأرصدة القابلة للتوظيف في تلك الأسواق المالية، كالمضاربة على فروق الأسعار الزمن، ثم يصبح سوق الأوراق المالية عائقا للنمو الاقتصادي.

### المطلب الثالث: أدوات سوق المالية الإسلامية

أصبح من الضروري ابتكار أدوات مالية إسلامية خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، لهذا السبب اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بالأسواق المالية من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ونفرض فيما يلي أهم أدوات سوق مالية الإسلامية.

### أولاً: تعريف الأدوات المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> - مهداوي هند، صباح فاطمة، صباغ ربيعة، السوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل - يومي 23-24 فيفري 2011، تلمسان، ص 03.

هي أوراق أو سندات مشروعة أو صكوك مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم، ويتم التداول والتعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية.

### ثانياً: أنواع الأدوات المالية الإسلامية

لسوق المالية الإسلامية أدوات متنوعة تندرج على النحو التالي<sup>(1)</sup>

1- أدوات المشاركة: تدعى سندات المشاركة المستمرة والمتناقصة حيث يقوم المتعاملين بإبرام عقد المشاركة تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو سهم في مشاركة رأس مال المشروع ويتم ذلك بتعيين هيئة الإدارة المشاركة بحسب الشروط الشرعية للعقد ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالية الإسلامية وتحدد نوع المشاركة.

2- أدوات البيوع: (المراجحة والسلم والإستصناع) هناك جهة مختصة في السوق المالي بإصدار سندات بيع يمثل كل سند حصة في رأس المال المشروع لتمويل منتجاتهم، وتقوم هذه الجهة بمتابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية لأصحاب السندات والأسهم.

3- أدوات المنافع: هي سندات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي، حيث تقوم جهة مختصة بتملك عقارات مؤجرة بإعطاء دخلاً بشكل منتظم لإصدار سندات إجارة للتداول بين المتعاملين، ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار، أو تقوم جهة معينة بشراء الأصول الثابتة أو تقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة، ومن ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات والأسهم.

4- الصكوك: هي من بين الأدوات الشرعية وأحدث منتجات في السوق وهي تزداد بسرعة في سوق رأس المال حيث تلقى قبولا من قبل العلماء وارتفاع كبير من جانب المستثمرين والمؤسسات المالية الإسلامية، يمثل الصك نسبة غير مقسمة في ملكية الأصل ما وما يرتبط بها من حق الدخل المنتظم المتولد من ذلك الأصل، تصدر غالبا مقابل أصول تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد، يمكن تداول هذه الصكوك عبر أي وسيلة مادامت غير متعارضة لأحكام الشريعة الإسلامية، كما يمكن تداول الصكوك ماديا وإلكترونيا عن طريق

<sup>1</sup> - أحمد محمد محمود نصار، ماجستير الاقتصاد والمصارف الإسلامية، المنسق العام للمجموعة العلمية الإلكترونية للباحثين في الاقتصاد الإسلامي  
islamic,econoics@yahoooroups.com ص03.

التسجيل، وفي حالة الصكوك المتداولة يسمح للمصدر أن يشتري بالقيمة السوقية أي شهادة التي يتم عرضها، إلا أنه من غير مسموح للمصدر أن يتعهد بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية<sup>(1)</sup>.

- توجد أكثر من أربعة عشر نوع مختلف من الصكوك، وقد بينت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنجحها ومن بينها<sup>(2)</sup>.

**4-1-1- صكوك المشاركة:** عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، ومن تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركات المساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلا تديرها من جهة المختصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل طرف، وتتخذ هذه الصكوك شكلين هما:

**4-1-1-1- صكوك المشاركة الدائنة:** وهي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائنة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء المشروع الموازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

**4-1-1-2- صكوك المشاركة المحدودة:** وهي الصكوك المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الدورة الصناعية. ومن أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي<sup>(3)</sup>:

- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.
- يمكن تسيلها في أي وقت في السوق المال.
- لها مخاطر استثمارية منخفضة لأنها مستندة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفوءة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.

<sup>1</sup> - مهداوي هند، صباح فاطمة، صباح رقيقة، مرجع نفسه ص03.

<sup>2</sup> - عمري صليحة، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية - تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها - الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، يومين 8-9 ديسمبر 2013، جامعة ورقلة، ص07.

<sup>3</sup> - هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من المنظور الإسلامي، دائرة الافتتاح العام، الأردن 2013/05/08، ص07.

**4-2- صكوك الإستصناع<sup>(1)</sup>:** تصدر صكوك الإستصناع على أساس الإستصناع الموازي، بحيث يقوم المصرف بالاتفاق مع مقاول المنفذ للمشروع الممول من طرفه وفق المواصفات والمدة الزمنية المحددة من جهة صاحب المشروع ، ويستلم المصرف الأقساط المدفوعة وفق مراحل التنفيذ بحيث تتضمن هذه الأقساط أرباحا كونها تكون أعلى من تكلفة إنشاء المشروع، وبما أن المصرف يأخذ هذه الأقساط فهنا يمكن إصدار صكوك على أساس هذه الأقساط المتوقعة، وبما أن هذه الصكوك تقوم على التزام (دين) آجل السداد فلا يمكن تداولها في السوق الثانوية نقدا بقيمة أقل من القيمة الاسمية لها.

وتتميز صكوك الإستصناع بما يلي:<sup>2</sup>

- توفر هذه الصيغة تمويلا متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة.
- تستعمل لتمويل رأس مال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى وهي بذلك تختلف عن صيغتي الإجارة والبيع الآجل.
- تساعد على الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.
- تتمتع بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق والمجاري وما شابه ذلك.

**4-3- صكوك المضاربة<sup>(3)</sup>:** هي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال القراض (المضاربة) على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، فالمالكون لهذه الصكوك هم أرباب المال. ويمكن إصدار صكوك المضاربة على نوعين:<sup>4</sup>

**4-3-1- صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل:** تكون مدتها عشر سنوات أو عشرين سنة ولا تكون مخصصة لمشروع معين، وإنما يحول للمضارب استثمارها في أي مشروع وتبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسارة التي حدثت، وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنويا على أصحاب هذه الصكوك.

<sup>1</sup> - حسين مُجد سَمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة الخاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، لأردن، الطبعة الأولى 2009، ص295.

<sup>2</sup> - هناء مُجد هلال الخنيطي، مرجع نفسه ص09 .

<sup>3</sup> - سامر مظهر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006، ص20.

<sup>4</sup> - عماري صليحة، سعدان أسيا، مرجع سبق ذكره، ص08.

4-3-2- صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل: تبقى بنفس شروط النوع السابق من المضاربة مع شرط الاتفاق على نوعية المشروع الممول، وهي تحدد بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع والذي يكون أحيانا متوسط وقصير الأجل.

ومن خصائص صكوك المضاربة نذكر ما يلي:

- قابلية التداول في سوق رأس المال.

- يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات.

- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات العينية<sup>(1)</sup>.

5- صناديق الاستثمار الإسلامية: يمكن للمؤسسات الإسلامية تنظيم هذه الصناديق بغرض تمويل مشروعات تنموية تؤسسها وتساهم فيها، وبالنسبة لمحفظة الصندوق من إصدارات في مشاريع متعددة يمكن للصندوق إصدار صكوك خاصة به وباسمه ليتم تداولها بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي شهدته الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية ما يلي<sup>(3)</sup>:

1- الاختلافات الشرعية: تواجه الصكوك الإسلامية حمالات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

2- غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة لأخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

3- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية: لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من

<sup>1</sup> - هناء مجد، هلال الحنيطي، مرجع نفسه ص 03.

<sup>2</sup> - سامي يوسف كمال مجد، الصكوك المالية الإسلامية، دار البشير للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى 2012، ص 80.

<sup>3</sup> - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية بحرين، عدد 09/ 2011 جامعة ورقلة، ص 258، ص 259.

المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك حيث تنخفض الصكوك كثيرا من العوائد المتوقعة.

4- نقص الشفافية في بعض الإصدارات: الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الذي ذكرناها سابقا، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

### المبحث الثاني: وظائف ومقومات السوق المالية الإسلامية وبعض التجارب لها

السوق المالي الإسلامي مثل أي سوق يحتاج المتعاملون فيه إلى معلومات التي قد تميزه عن باقي الأسواق الأخرى وقد ارتأينا في هذا المبحث شمل دراسة كل من وظائف وخصائص السوق المالية الإسلامية ودورها في الاقتصاد الإسلامي، وكذا المقومات التي تؤدي إلى نجاعتها، مع وضع بعض التجارب التي من الممكن الاستفادة منها.

#### المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهم مميزات السوق المالية الإسلامية والوظائف المرتبطة من خلال التطرق للعناصر التالية:

- دور السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي.
- وظائف السوق المالية الإسلامية.
- خصائص السوق المالية الإسلامية.

#### أولاً: دور السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي<sup>(1)</sup>

**1- حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى الأسواق المالية:** الأسواق المالية هي إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في اقتصاديات المعاصرة، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية والتوازن بين هذه الأهداف هو طموح أي مستثمر، وبشكل أخص بالنسبة للمستثمر في الاقتصاد الإسلامي، وذلك للأسباب التالية:

- لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية.
- لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توظيف فائض السيولة، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية الإسلامية دوراً في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة لبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية.

<sup>1</sup> - حكيم براضية، جعفر هني مجد، مرجع سبق ذكره، ص 244.

- حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعميق وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي، ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل المختلف للاحتياجات والآجال، وثمة علاقة إيجابية سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنمية البنوك، وكذلك فيما بين سيولة السوق والنمو الاقتصادي.

- يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالية الإسلامية من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوروبية ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالية الإسلامية على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة.

### 3- دور وأهمية السوق المالية الإسلامية في النشاط الاقتصادي<sup>(1)</sup>

أضحت السوق المالية الإسلامية ضرورة حتمية إستلزمها المعاملات الاقتصادية والمالية بين الأفراد والمؤسسات والشركات والحكومات وتبلور ضرورتها وأهميتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأدوات المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس كفؤة.

- تحقيق الموازنة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين حيث تمنح السوق المالية للمقترضين إمكانية الحصول على عوائد من خلال توظيف أموالهم، وفي المقابل تمنح للمقترضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة.

- تساعد السوق المالية على منح قروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك أو القروض الخارجية، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بأعمال التمويل متوسط الأجل لأسباب منها المخاطرة، خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي.

- جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي.

- تمكين الإدارة المالية من إدارة المخاطر وتوزيعها من خلال التفصيل الزمني لإيراداتها حسب الحاجة، بالإضافة إلى تنويع الاستثمارات والتوسع فيها.

<sup>1</sup> - حكيم براضية، جعفر هني مجد، مرجع نفسه، ص 245.

- تقديم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لاسيما شركات المساهمة وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار، الأمر الذي يزيد من ترشيد قرارات المستثمرين.
- توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالية من انتظام في التعامل ومعرفة الأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

### ثانياً: 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<sup>(1)</sup>:

#### 1- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد

تلعب السوق المالية الإسلامية دوراً هاماً 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 مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة مع أحكام الشريعة، وعليه يمكن لسوق المالية الإسلامية ومن خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي:

- 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 كسواء على سبيل المثال عقارات أو الذهب واستثمارها استثماراً حقيقياً 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.

<sup>1</sup> - شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 25.

## 2- توفير السيولة

من خلال السوق المالية الإسلامية يمكن لمستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى 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 لشراؤها 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 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.

3- السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية<sup>(1)</sup>

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 المفاوضة أو المزايمة، 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.

<sup>1</sup> - شافية كتاف، مرجع نفسه، ص 26، ص 27.

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 تلزم 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.

#### 4- تنوع الخيارات الاستثمارية و تنشيط سوقى الإصدار والتداول

تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع 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.

#### ثالثا: خصائص سوق المالية الإسلامية

تكمن خصائص السوق المالية الإسلامية فيما يلي<sup>(1)</sup>:

- 1- أنها السوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة، والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات بينما تفرض عبئا بسيطا على امتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدفع الاستثمار.
- 2- أنها سوق لا تكون أدوات الدين والإقراض هي الغالب في تعاملاتها، وأنها تشجع وتحفز على أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي لسلع والخدمات.
- 3- تمتاز السوق المالية الإسلامية بالعدالة في جميع العمليات التي تجري فيها، فهي تخلو من كل ما هو محظور شرعا، كما تحرص على حقوق المستثمرين ومصالحهم.
- 4- من خلال أدواتها الشرعية المتنوعة تفتح مجالات الاستثمار لعدد من الفئات المستثمرين المسلمين بأقل خطورة وأكثر ربحا مما يؤثر على الاقتصاد الكلي بالإيجاب.
- 5- أنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل مكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم التداول القائم (على كم موجود أصلا في الأدوات المالية) باعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.

<sup>1</sup> - ناصر المهدي، بوزمان وسيلة، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 01-2017، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، ص43.

المطلب الثاني: مبادئ وضوابط ومقومات السوق المالية الإسلامية

تعد السوق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأنها توفر للمستثمر ضمان وربحية، وسيولة وتوازن، لذا وجب توفر مجموعة من المبادئ والأسس والمقومات التي تجعل هذا السوق يعمل وفق مناهج تتلاءم مع الشريعة الإسلامية، وفيما يلي نستعرض ذلك:

أولاً: مبادئ والضوابط:

للسوق المالية الإسلامية مجموعة من المبادئ والضوابط الشرعية التي قد تجنبها من الوقوع في الأزمات والتي قد نعدها في النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: قد تدخل الإسلام بشكل عام وواسع في هيكل السوق ومن

أبرز ضوابط نجد:

1-1- حرية المنافسة: تظهر هذه الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها والتنافس المشروع بين المتعاملين في هذه السوق، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق حيث أن التعامل في شريعة الإسلامية أساسه الحرية والصحة ما يترضى عليه المتعاقدين، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعاملات في أسواق فضلاً من الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات لقوله تعالى<sup>2</sup> ( لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم) سورة النساء (29)

1-2- الإفصاح: لتوسع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها أصبح للإفصاح ضرورة في إنشاء العلاقات المالية ومن وسائل الإفصاح نجد نشر القوائم المالية وإرسالها للمساهمين لدراسة توقعات السوق ومشاكله إضافة إلى التصريح بنسب الربحية والخسارة وحماية أصحاب الأموال واسترداد لهم حقوقهم، وقد حرص الإسلام حرصاً بالغاً على الإفصاح بين المتعاقدين في الأسواق، فعن النبي ﷺ " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا أو قال حتى يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركت بيعهما ".

1-3- تحريم القمار: فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين على ارتفاع وانخفاض في أسعار الاستثمار الحقيقي سعياً وراء انتهاز الفرس الناشئة في تغيير الأسعار فإن صحت توقعاتهم رجوا

<sup>1</sup> - باسل الشاعر، الأسواق المالية من المنظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، المؤتمر الدولي الرابع للمالية المصرفية الإسلامية 16-17/08/2017 ص 08.

<sup>2</sup> - القرآن الكريم، سورة النساء، الآية 29.

والعكس، وبالتالي قد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان لقوله تعالى<sup>(1)</sup> {يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون}.

1-4- تحريم الربا: يظهر واضحاً في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة) حيث يعتمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلاً ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، ولذلك حرم الله عز و جل الربا لقوله تعالى<sup>(2)</sup> " يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقى من الربا إن كنتم مؤمنين " .

1-5- تحريم الاحتكار: يسمى بالإحراج في سوق الأوراق المالية والتي يسعى من خلالها المضاربون بجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ومن ثم التحكم في السوق واستغلال حاجه المتعاملين بالسوق تعاملات آجلاً للوفاء بالتزاماتهم عن طريق فرض سعر معين، وقد حارب الإسلام الاحتكار و جعله محرماً، وعن معمر بن عبد الله أن النبي قال: " لا يحتكر إلا خاطئ".

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي<sup>(3)</sup>: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين في السوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها وليس بغرض الإسترباح فقط ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم ، الأمر الذي يؤدي بها إلى الميول الاحتكاري لكن في السوق المالية الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركة والبيع والإجارة وغيرها من العقود.

3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات حقيقية وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

1- القرآن الكريم، سورة المائدة، الآية: 90.

2- القرآن الكريم، سورة البقرة، الآية: 278 .

3- حكيم براضية، جعفر هني مجّد، مرجع سبق ذكره، ص 239.

ثانيا: مقومات ومتطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية

لإقامة سوق مالية إسلامية لا بد أن تتوفر عدة مقومات نذكر منها ما يلي<sup>(1)</sup>:

- 1- المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
  - 2- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن كل من رجال الفقه والاقتصاد بين الإسلاميين من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية بديلا عن ما هي في السوق المالية التقليدية.
  - 3- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: بحاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المقامرين والمضاربين في استثمارها ومدخراتها.
  - 4- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال الأسواق الذين يعلمون على توجيه المعاملات المالية وفق ضوابط شرعية.
  - 5- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وهذه النقطة تعتبر أهم عامل لجذب رؤوس أموال وتحويلها.
  - 6- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: تكوين الشركات وطرح الأدوات المالية لا بد أن يكون مصحوب بإعلان حتى يعلم كل من المستثمرين والمدخرين الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله إضافة إلى التزامه وجود مراقبة لهذه البيانات الواردة حتى يحافظ على مصلحة صغار المدخرين ويضمن استقراره الأسواق المالية الإسلامية.
- وحتى يمكن إنشاء سوق مالية إسلامية بمقومات سابقة لا بد أن يتطلب الأمر النقاط التالية:
- 1- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
  - 2- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية وفي الفقه المتوسع لذلك.
  - 3- إقامة ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والثوابت والعقاب بشكل يضمن عدم انحرافهم عن الشريعة.

<sup>1</sup> - جمال لعمارة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة من الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر الدول النامية، بسكرة 21-22 نوفمبر 2006، ص 08.

4- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

5- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية وكذا صناديق الاستثمار وشركات السمسرة ذات الصيغة الإسلامية لدعم التعامل في سوق المالية الإسلامية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: التطبيقات والتجارب للأسواق المالية الإسلامية

وفيما يلي سوف نستعرض أهم التجارب فيما يخص سوق مالية إسلامية:

#### أولاً: السوق المالية الإسلامية الدولية

هي هيئة عالمية تقوم بتوحيد المعايير لشريحة أسواق المال ورؤوس المال الإسلامي في قطاع الخدمات المالية الإسلامية، وذلك لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية، وتطوير سوق رأس مال وسوق النقد الإسلامي، تأسست السوق المالية الدولية عام 2002 بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين وبروناي وأندونيسيا وماليزيا والسودان والبنك الإسلامي للتنمية، واتخذت من البحرين مقراً لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية حيث يوجد 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للسيولة الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامية.

#### ثانياً: نماذج في إصدار الأدوات المالية الإسلامية

من أجل تعزيز الثقة في التمويل المصرفي وفق الشريعة الإسلامية للعديد من الدول وذلك من خلال دعم الاستثمار في الأوراق المالية ذات الصيغة الإسلامية، ومن هنا سنحاول خلال هذا الجدول عرض أهم النماذج والتجارب عن الدول الرائدة في هذا الإطار<sup>(2)</sup>.

<sup>1</sup> - باسل الشاعر، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>2</sup> - لحول عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 21.

الجدول رقم (2-1): التجارب والتطبيقات في إصدار الأدوات المالية الإسلامية

البلد	الأعمال المنجزة
الأردن	كان بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني بناء على تقديم فكرة سندات المقارضة أسلوباً تمويلياً شرعياً لسندات القروض الربوية، والجهة المصدرة هي وزارة الأوقاف في الأردن، حيث تم تداولها في سوق عمان المالي وفقاً لأحكام قانون السوق وأنظمتها وتعليماته، وأنه يجوز للجهة المصدرة لتلك السندات شراء سندات المقارضة من السوق المالية دون قيد أو شرط، حيث أن علاقة بين المكتتب به والجهة المصدرة للسندات هي علاقة قراض فيه معنى المشاركة، ولا يجري فيها تحديد مسبق للفائدة، وإنما يترك ربح السند لمقدار ما يتحقق من الربح، كما أنه ليس هناك ضمان لفترة محددة كما أنه ليس هناك ضمان للأصل.
تركيا	صدرت في تركيا سنة 1984 صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار ومخصصة لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور (جسر مُجَّد فاتح) ولاقي هذا الإصدار قبولا واسعا من المواطنين ودر دخلا جيدا لأصحاب الصكوك، وتعد هذه الصكوك من الأدوات المالية المتداولة في بورصة إسطنبول.
باكستان	قامت المصارف والمؤسسات التمويلية بإصدار شهادات تسمى المشاركة لأجل محدد، وهي قابلة للتحويل وتعتمد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، ووظيفتها تعبئة موارد متوسطة وطويلة الأجل بالعملة المحلية للصناعة وغيرها، ولأصحاب شهادات المشاركة الحق في تحويل جزء معين من شهاداتهم إلى أسهم عادية من الجهة المصدرة.
ماليزيا	أصدرت الحكومة الماليزية صكوك حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تدعى شهادات الاستثمار الحكومي وذلك في عام 1983. وتعد هذه الشهادات أول شهادات استثمارية دون فائدة، إذ تم تطويرها وفق مبدأ قرض الحسن، وهناك أيضا الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة،

<p>ومن هنا تم تنظيم التعامل بالإصدارات الإسلامية عن طريق جهة رسمية أطلق عليها سوق المال الإسلامي الماليزية.</p>	
<p>بدأت مؤسسة نقد البحرين بإصدار عشرة إصدارات صكوك إجارة بلغ مجموعها 750 مليون دولار عام 2001، هذا إلى جانب إصدار صكوك السلم بمبلغ 25 مليون دولار، وتعد مملكة البحرين مركزا ماليا إسلاميا عالميا، إضافة إلى إنشاء عدة مؤسسات مساندة للتمويل الإسلامي بشكل عام وكونها أيضا مقرا للسوق المالية الإسلامية الدولية.</p>	<p>البحرين</p>
<p>قام المصرف المركزي السوداني في عام 1999 بإصدار شهادات المصرف المركزي (شتم) إذ تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان في ملكيته لأسهمه بالمصارف التجارية، وهي وثيقة إسلامية قابلة للتداول وشهادات المشاركة الحكومية، عبارة عن صك يقوم على أساس شرعي تصدره وزارة المالية نيابة عن حكومة السودان بواسطة شركة السودان للخدمات المالية وهي أداة يتحمل المشارك فيها الربح و الخسارة.</p>	<p>السودان</p>
<p>قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بتوقيع اتفاقية مع ستة بنوك إسلامية بإدارة بنك دبي الإسلامي، تم بموجبها إصدار صكوك الإجارة بقيمة بليون دولار أمريكي، تم تغطيتها بالكامل. وفي قطر فقد أدار كل من بنك (HSBC) وبنك قطر الإسلامي الدولي عملية إصدار صكوك قطر العالمية (QATQR SUKUK GLOBAL) وهي صكوك إجارة إسلامية تراوح حجم الإصدار فيها ما بين 500-1000 مليون دولار أمريكي، لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة.</p>	<p>الإمارات العربية وقطر</p>

المصدر: مُجَدِّ زيات سلامة البخيت "السوق المالي الإسلامي" صمام أمان لأزمات المستقبل المالية - بحث مقدم إلى كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع - الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي 15 و16 ديسمبر 2010، ص 16-17-18.

## خلاصة

نستخلص في نهاية هذا الفصل أن السوق المالية الإسلامية لها دور مضاعف عن السوق المالية العادية حيث تقوم بعملية التمويل اللاربوي للمشاريع الاقتصادية من جهة والتحرر من كل قيود التبعية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وذلك استنادا على مجموعة أدوات المنظمة هي بدورها كلا من الإصدار والتداول، وأبرزها نجد الصكوك الإسلامية والتي هي بديل شرعي للسندات يكون التعامل بها منافيا لكل التعاملات غير الجائزة أي المحرمة.

ومن الدول التي تبنت فكرة صناعة السوق المالية الإسلامية ورسمت سياسة صيرفية تحترم الضوابط الشرعية نجد ماليزيا واليوم هذه الأخيرة مثال للدول التي مازالت لم تطبق سوق مالية إسلامية.

## تمهيد

يزاول النشاط في السوق المالية الجزائرية بتقديم خدمات مصرفية تقليدية، حتى وإن كانت هناك مؤسسات مالية وبنوك تجارية عاملة في ظل المنظومة المصرفية الإسلامية التي أقرت مع قانون النقد والقرض 10/90 وهذا ما عطل صناعة سوق مالية إسلامية جزائرية، في حين أنه يعتبر الحل الأمثل بنهوض الاقتصاد وخروجه من الحضيض الذي هو فيه.

تعتبر تجربة ماليزيا التجربة الناجحة والمثال الحقيقي الذي يستند عليه، لاعتمادها على منهج التدرج من خلال النوافذ الإسلامية وهو الأسلوب الأمثل لزيادات عدد المؤسسات المقدمة للخدمات الإسلامية بأقل تكلفة ووقت.

وفي هذا الفصل سنتطرق لسوق المالية الجزائرية واستشرافها على السوق المالية الإسلامية الماليزية والعمل على تجربتها وتوضيح أهم النقاط التي قد تكون من عوائق صناعتها من خلال المباحث الآتية:

- المبحث الأول: سوق المالي الإسلامية الماليزية.

- المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر.

## المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية الماليزية

يشهد النظام المالي الماليزي تطوراً ملموساً في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، إذ تعتبر دولة ماليزيا صاحبة تجربة عريقة في المصارف، وقد أصبحت من بين الدول الرائدة في الصيرفة الإسلامية وخصوصاً في إصدار والعمل بالصكوك الإسلامية، حيث قامت بتوفير كل أسباب النجاح، فأوجدت القوانين والأدوات والمؤسسات والمراكز التي تتفق مع طبيعة النظام العالمي الإسلامي.

## المطلب الأول: سوق المالي الإسلامي في ماليزيا

نتيجة لنمو النظام المالي في ماليزيا، مكن الدولة من أن تكون ناجحة في تعزيز التنافسية وصناعة خدمات مالية، وفي هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم سوق المال الماليزي الإسلامي والمراحل التي مر بها وأهم العمليات المتداولة فيه.

## أولاً: مفهوم سوق المالي الإسلامي

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه " ذلك الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والتي تكون متوافقة بصفة عامة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعاً، كالمعاملات على الربا والمقامرة وبيع الغرر وغيرها، فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>، تخضع أنشطته لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين وخبراء ذو تخصص في المال المعاملات الشرعية خاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين<sup>(2)</sup>.

ثانياً: نبذة عن نشأة سوق المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(3)</sup>

إن بداية العمل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات في القرن الماضي، عندما قامت الشركة "shell MDS sdn Bhd" بإصدار وعرض الصكوك الإسلامية لتداول لأول مرة في السوق المحلي

<sup>1</sup> - عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية - سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً - مجلة الشريعة والاقتصاد، العدد 10 جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، ص 350.

<sup>2</sup> - نوال سمرد، رفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، 28-30/7/2015 الجامعة الأردنية (كلية الشريعة) ص 12.

<sup>3</sup> - راضية لسود، سامية بولعلسل، مسعودة أمال بن سعيد، تجارب عالمية في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة و آفاقها، مجلة النماء المجلد رقم 01 أبريل 2018، ص 65.

في عام 1990م، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع وزارة المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهريّة من بينها تشكيل قسم رأس المال الإسلامي وذلك في عام 1994 م.

وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، وبعد مرور سنة كاملة تحولت إلى لجنة استشارية شرعية.

كما يمكن تلخيص أهم المحطات التاريخية لتطور سوق لرأس المال الإسلامي من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (3-1): أهم المراحل التاريخية لتطور سوق رأس المال في ماليزيا**

السنة	المعالم
1990	إصدار ولأول مرة سندات خاصة إسلامية من طرف shell.mds sdn bhd
1993	تأسيس أول صندوق أسهم استثماري إسلامي Arab Malaysien tadung Ittkl من طرف Arab Malaysien unit trust bhd
1994	تأسيس أول شركة سمسرة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف BIMB Securities Sdn Bhd
1995	هيئة الأوراق المالية تؤسس وحدة سوق رأس المال الإسلامي
1996	تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.
1997	أصدرت Khazanah Nasional Bhd سندات Khazanah Murabah بكيون يساوي الصفر، السندات القائمة على أساس المراجعة وبيع الدين، قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الاستشاري والشرعي وذلك بوضع قائمة رئيسية لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة القائمة يتم تحديثها مرتين في السنة في كل من شهري أفريل وأكتوبر .

1999	بورصة ماليزيا أطلقت ثاني مؤشر أسهم إسلامي (مؤشر كوالا لامبور الإسلامي) المؤشر يضم كافة الأسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا
2000	فرضت SC مصدري السندات الإسلامية شرط اشتراك المستشارين ( هيئة الأوراق المالية ) المستقلين الشرعيين على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية بشأن طرح سندات الدين الخاصة أطلق الصندوق الاستثماري ( RHB-Management-Bhd ) أول صندوق سندات استثماري إسلامي. أطلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية قسم مخصص لسوق مخصص لسوق المال الإسلامي على موقعها الإلكتروني .
2001	تم إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال باعتبار ماليزيا مركز سوق رأس المال دولي إسلامي .
2002	قامت (kumpulan Guthrie) بطرح صكوك إجارة قدرت بـ 150 مليون دولار أمريكي، أول إصدار سندات لشركات عالمية، أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لابوان الخارجية.
2003	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام 2003 بخصم الضرائب لمدة على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية ، استنادا إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في الإجارة والمضاربة .
2004	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام 2004 بخصم الضرائب لمدة على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، استنادا إلى مبادئ الشريعة في الإستصناع.

2005	إصدار البنك العالمي سندات إسلامية قدرت ب 760 مليون رنجت ماليزي. إصدار أول استثماري إسلامي عقاري.
2008	وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافر عديدة لتسهيل إنشاء صناديق استثمار إسلامية من جهات أجنبية .
2010	إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال للفترة الممتدة من 2010 إلى 2020 م بعد أن تم تحقيق 95 % من الأهداف المسطرة .
2011	في 21 فيفري، تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ ورابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر المؤشر معيارا مرجعيا لاستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياسا أيضا لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجنت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المصدر: نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (lmd) في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص154، ص155.

### ثالثا: عمليات السوق المالي الإسلامي في ماليزيا

وهي ثلاث عمليات نوضحها كالتالي:<sup>1</sup>

#### 1- العمليات العاجلة: وهي التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم الثمن أثناء العقد أو بعده

مباشرة ومن أبرز أنواعها:

#### 1-1- البيع على المكشوف: وتتمثل هذه العملية في إقراض المستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن

طريق السماسرة، ثم شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادةها إلى المقترض وقد بررت اللجنة

الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:

- تحقيق المصلحة العامة.

<sup>1</sup> - بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد

2015/14، جامعة مسيلة، ص 20.

- توفير السيولة للسوق.

- إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

وقد تم البيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية العام 1995، ولكن عُلقت في أعقاب أزمة 1997، وأجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة وقررت اللجنة الاستشارية جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض والاقتراض.

والجدير بالذكر أن هذا النوع من العمليات في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا لا يختلف بشكل كبير عما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية.

**1-2- لشراء بكامل الثمن:** ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري

كاملا وفورا قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم بثلاثة أيام أو أكثر.

**2- المشتقات المالية:** هناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أصل

تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، وعقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية،

وكانت أهم حججها كالتالي:

- عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا.

- عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في

المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا.

وكملاحظة أن عقود الخيار اعتبرتها اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق

المشتقات المالية الإسلامية.

**3- المؤشرات الإسلامية:** وتوجد نوعان من المؤشرات في السوق المالي الماليزي<sup>(1)</sup>:

**3-1- المؤشر الإسلامي داو جونز**

رشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، تم طرح هذا المؤشر في عام 1996، وأصبح

تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع

أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه.

<sup>1</sup> - بو عبد الله علي، مرجع نفسه، ص 21.

### 3-2- المؤشر الشرعي كوالالمبور

تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجاوز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضاً لاعتبار أن المؤشر يعبر عن كمية وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وأيضاً ترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، أيضاً نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات.

ولكن كان القرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار أن تداول المؤشرات نوع من مقامرة البحتة.

### - تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا والعالم خلال الفترة (2010-2016)<sup>1</sup>

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين، وذلك من خلال إصداراتها المختلفة للصكوك، وفيما يلي تبيان تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا من خلال الجدول التالي.

### الجدول رقم (3-2): تطور إصدار الصكوك في العالم في الفترة الممتدة (2010-2016)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الإصدار العالمي للصكوك	45.5	85.1	131.2	119.7	118.8	63.3	79.7
الإصدار الماليزي للصكوك	32.8	60.9	97.1	82.4	77.9	30.9	29.9

المصدر: راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة أمال بن سعيد، تجارب عالمية في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها، مجلة النماء المجلد رقم 01 أبريل 2018، ص 65.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ارتفاعاً مستمراً للإصدار العالمي والماليزي للصكوك الإسلامية إلى غاية 2012م وبداية من 2013 بدأت بالإصدارات تشهد انخفاضاً طفيفاً وصولاً إلى سنة 2015م أين شهدت تراجعاً كبيراً مقارنة بالسنوات السابقة، وبذلك نرى أن ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك.

<sup>1</sup> - راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة أمال بن سعيد، مرجع سبق ذكره ص 66، ص 67.

## المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تعرف الصكوك بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، والصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية، أما الصكوك الإسلامية الحكومية خاضعة لرقابة البنك الماليزي المركزي<sup>(1)</sup>.

## أولاً: الصكوك الإسلامية الحكومية

هي تلك الصكوك التي تصدرها الحكومة الماليزية وتعد بمثابة شهادات الاستثمار الحكومية، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل على المشاريع التنموية<sup>(2)</sup>.

واليا يتم طرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وأدى هذا إلى زيادة عمق سوق المال الإسلامي.

ثانياً: الصكوك الإسلامية للشركات<sup>(3)</sup>

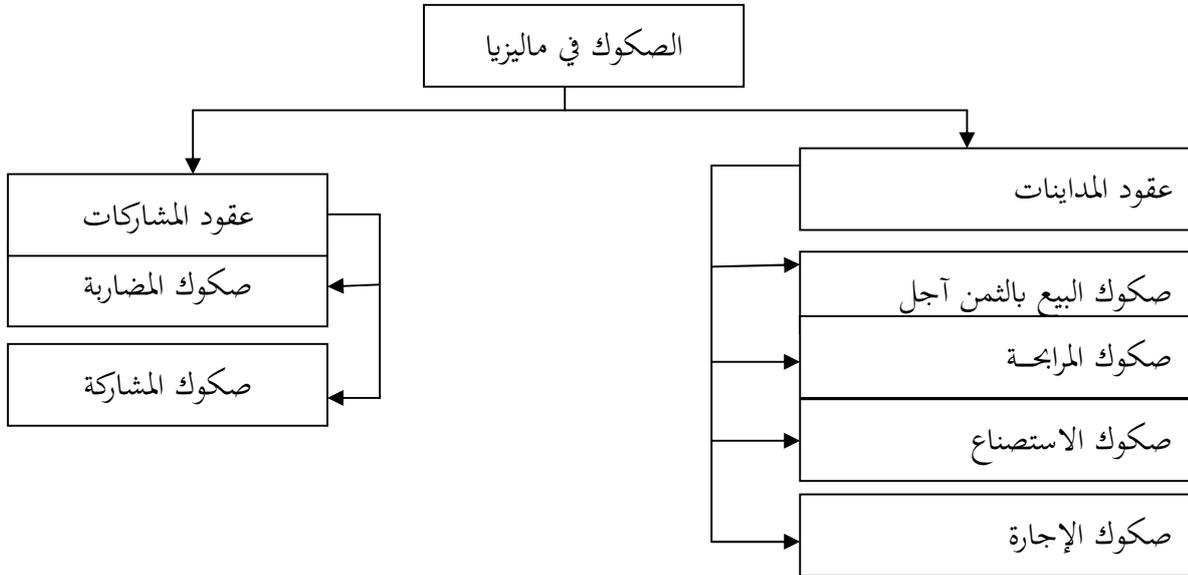
هي عبارة عن أحد الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة التي أصدرتها الشركات الخاصة، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، واليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمراجحة والإستصناع والمضاربة وغيرها. وتنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى قسمين كما هو موضح في الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - براضية حكيم، مرجع سبق ذكره، ص 288.

<sup>2</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية، يومي 06/05 ماي 2014، ص 03.

<sup>3</sup> - راضية لسود، سامية بولعسل، مسعودة امل بن سعيد، مرجع نفسه، ص 43 .

الشكل (3-1): أنواع الصكوك في ماليزيا



المصدر: حكيم بالراضية، جعفر هني مُجّد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك، ص 291.

### 1- صكوك البيع بالثمن الآجل (المرابحة)<sup>(1)</sup>:

هي عبارة عن وثائق وشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات

المديونية فيها وإصدار مبني على أساس عقد بيع بالثمن الآجل.

<sup>1</sup> - نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص

اقتصاديات النقود والبنوك، جامعة مُجّد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص182.

وتلخص خطوات إصدار صكوك البيع بضمن آجل في ماليزيا بالشكل التالي:

الشكل (3-2): آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل / المرابحة في ماليزيا

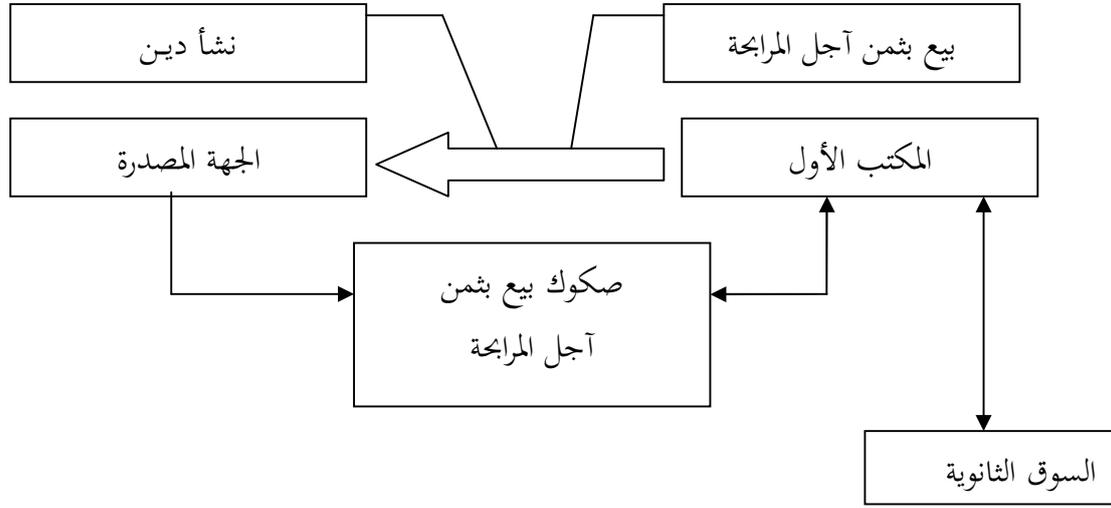


المصدر: نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، ص 182.

تتمثل هذه الآلية من خلال تعيين الجهة المصدرة للأصول ويقوم المكتب الأول باقتناء تلك الأصول بقيمة محددة، ويعاد بيعها للمرة الثانية إلى الجهة المصدرة لكن بضمن أعلى من الثمن الأول ويكون بأقساط مؤجلة، وهو ما يسمى بضمن المرابحة.

أما عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالضمن الآجل تعتبر المرحلة الثانية في إصدار الصكوك في الدولة الماليزية، من خلال إعادة الأصول من جهة المكتب إلى الجهة المصدرة بضمن مؤجل اعلى من ثمن القائم في السوق، وتقوم الجهة المصدرة بإصدار الصكوك إثباتا لدين جهة المكتب الأول، وبيعها في السوق الثانوية حتى يتم تداولها.

الشكل (3-3): عملية التصكيك في إصدار صكوك بئمن صكوك الببع بئمن آجل / مرابحة في ماليزيا



المصدر: نزار سناء، مرجع نفسه، ص 183.

ومن خلال الجدول التالي يمكن توضيح حجم صكوك المرابحة وصكوك الببع بئمن آجل خلال الفترة

2015-2001

الجدول (3-3): حجم صكوك المراجعة وصكوك البيع بثمن آجل خلال الفترة 2001-2015.

السنوات	صكوك البيع بثمن آجل مليون RM	نسبتها من الصكوك %	صكوك المراجعة مليون RM	نسبتها من الصكوك %	نسبتهما من مجموع الصكوك المصدرة %	الحجم الكلي للصكوك الإسلامية بالمليار
2001	10395	77	3105	23	100	18.19
2002	11792	67	5808	33	100	17.6
2003	4896	40.8	1524	12.7	53.5	12.00
2004	1.600	56.88	5816	38.37	95.15	15.16
2005	2.500	36.3	14.551	33.59	69.8	43.32
2006	5.400	6.2	3949	9.4	15.6	42.07
2007	4.125	2	3.160	19	21	121.3

المصدر: نزار سناء، مرجع نفسه ص185.

**2- صكوك الإجارة:** هي صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وفتح لها فرصة الحصول على دخل الإيجار وعائد رأس مال من عين المؤجرة<sup>(1)</sup>.

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك الإجارة في الجدول التالي:

الجدول (3-4): تطور صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة 2001-2015.

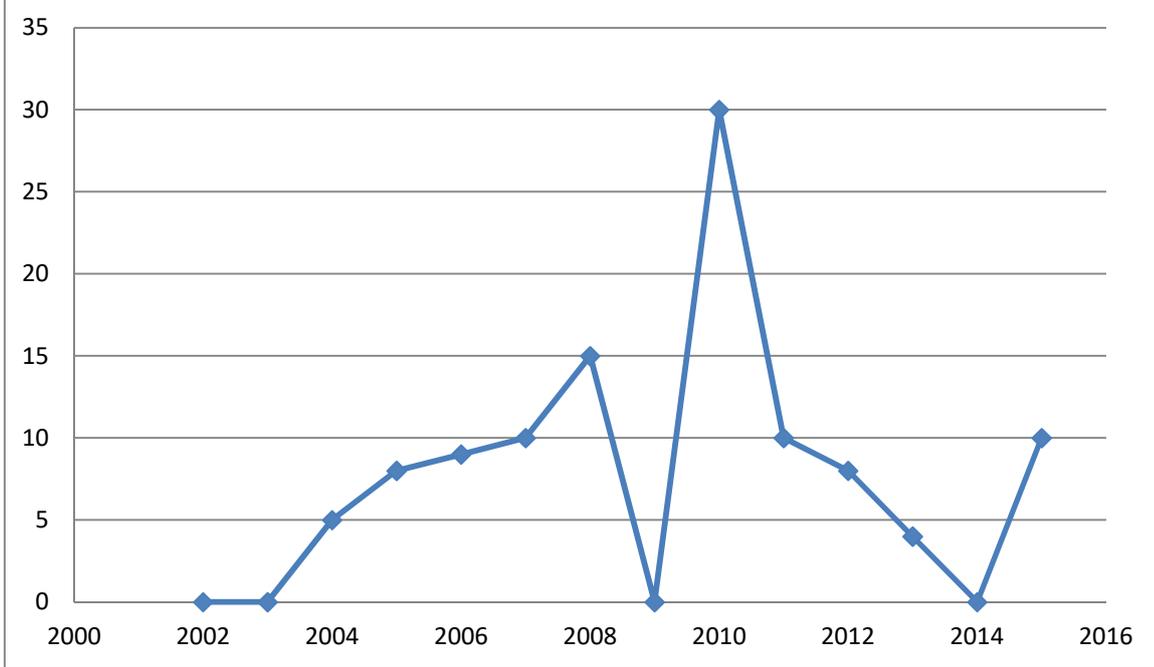
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك الإجارة	1	1	-	2.5	2.9	4.8	11	14.5	-	34	13	9	4	1.31	7

المصدر: نزار سناء، مرجع نفسه ص191.

<sup>1</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره ص09.

ويترجم الجدول السابق إلى منحنى بياني الموضح في الأسفل .

الشكل (3-4): تطور صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2015.



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات الجدول أعلاه

من خلال الجدول والمنحنى المترجم لمعطياته نلاحظ أن صكوك الإجارة بدأت بتراجع ملحوظ بدءاً من سنة 2004 إلى 2008 وهذا يعود لإصدارها القوي وتداولها في السوق، وفي سنة 2009 انعدمت بالكامل ويعود ذلك لاستحواذ نوع آخر من الصكوك في هذه الفترة، وفي 2010 ارتفعت مرة أخرى نظراً لزيادة مشاريع التنمية المستدامة وازداد معه التأجير لها وبعدها شهدت انخفاض سجل في 2012 و 2013، وفي سنة 2014 اهتمت ماليزيا بهذا النوع لسهولة تداولها وانخفاض تكلفتها مقارنة مع الأنواع الأخرى للصكوك.

**3- صكوك الإستصناع:** هي وثائق تمثل قيمة الصكوك ويتم تداولها على أساس الإستصناع لإثبات

المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة<sup>(1)</sup>.

والجدول الآتي يوضح تطور صكوك الإستصناع في ماليزيا.

<sup>1</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع نفسه، ص 11.

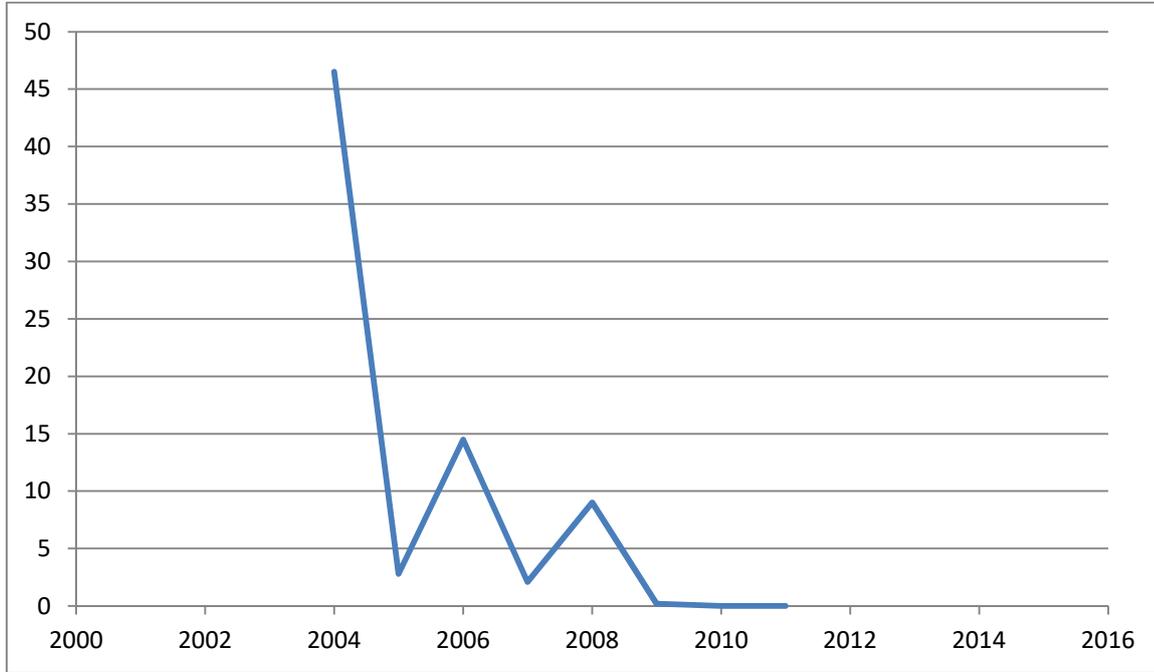
الجدول (3-5): تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2015

السنوات	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2010 2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
نسبة صكوك الإستصناع %	-	-	-	-	-	0	0	0.2	9	2.1	14.5	2.8	46.52	-

المصدر: نزار سناء، مرجع نفسه، ص188.

ويترجم هذا الجدول إلى المنحنى التالي:

الشكل رقم (3-5): تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات الجدول أعلاه

يحلل الجدول والشكل أعلاه من خلال المعطيات أنه في سنة 2003 سجلت أكبر نسبة في إصدار صكوك الإستصناع بنسبة 46.5%، ثم انخفض الإصدار في السنة الموالية، ليعيد الارتفاع في سنة 2005، وذلك نتيجة التعديل الضريبي حيث أعلن الوزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات، ثم شهدت هذه الإصدارات تذبذب ملحوظ في سنوات 2006-2007-2008 والسبب هو دخول إصدارات صكوك المضاربة آنذاك.

4- صكوك المضاربة: تمثل هذه الصكوك أوراقا مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال، بينما المستثمر يمثل عاملا للمضاربة، ويحصل مالكوها نسبة شائعة في الربح<sup>(1)</sup>.  
ويوضح الجدول التالي تطور صكوك المضاربة في ماليزيا:

الجدول رقم (3-6): تطور صكوك المضاربة في ماليزيا في الفترة 2001-2012

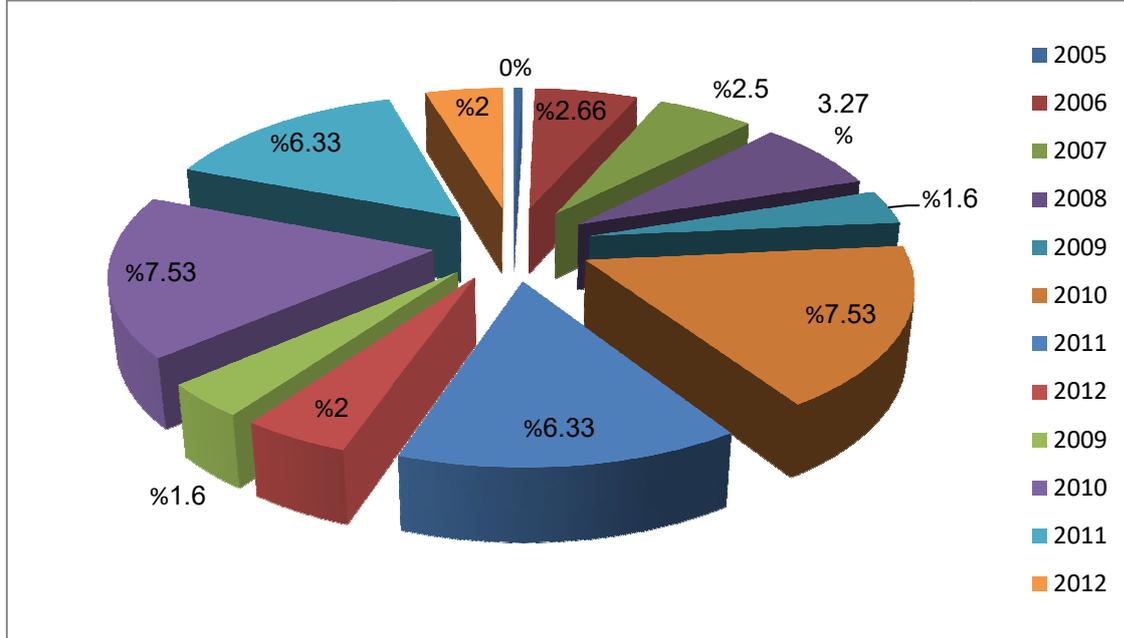
السنوات	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
النسبة %	2	6.33	7.53	1.6	3.27	2.5	2.66	0.2	-	-	-	-

المصدر: سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص 266.

<sup>1</sup> - يسني ليلي، العصفورة سارة، البنوك الاسلامية وعلاقتها بالاسواق المالية الاسلامية -دراسة تجرية ماليزيا- مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية، تخصص مالية مؤسسة، المركز الجامعي احمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، 2017-2018، ص 81.

ويصاغ الجدول إلى دائرة نسبية كالتالي:

الشكل (3-6): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات الجدول أعلاه

يلاحظ من خلال الجدول والدائرة النسبية المرفقة له، لا وجود لإصدارات صكوك المضاربة في الفترة الممتدة من 2001 إلى 2004 لأنه في تلك المدة كانت صكوك المراجحة مسيطرة في السوق، وفي سنة 2005 كان أول إصدار لهذه الصكوك ولكن بنسبة ضئيلة جدا مقدرة ب 0.2% ثم واصل هذا الإصدار في النمو إلى غاية 2011 ب 6.33% وذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية بالاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والخسارة، أما في سنة 2012 تراجعت نسبة إصدارات الصكوك بدرجة كبيرة ويعود ذلك لإمكانية أخذ نوع آخر من الصكوك مكانها.

5- صكوك المشاركة: هي عقد مشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة للمضاربة، ولكن الاختلاف الأساسي نجده في الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك وتعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين جهة الصكوك في وعاء الشركة<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> - يسني ليلي، العصفورة سارة، مرجع نفسه ص 80.

والجدول التالي يبين تطور صكوك المشاركة في ماليزيا:

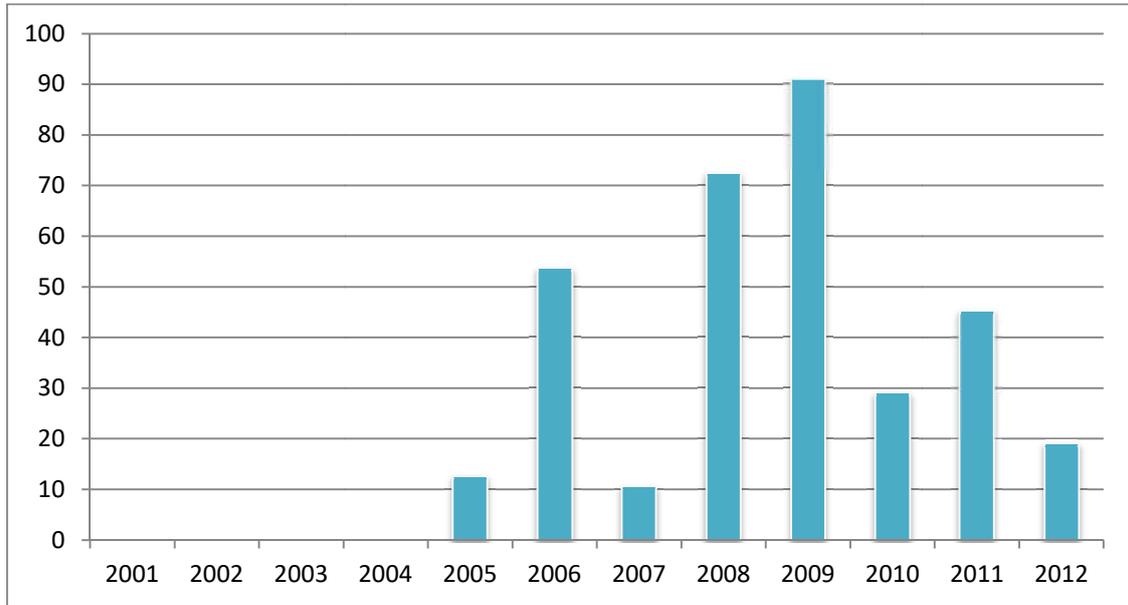
الجدول (3-7): تطور صكوك المشاركة في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2001-2012.

السنوات	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
النسبة %	19	45.33	29.03	90.95	72.45	40.66	53.66	12.6	-	-	-	-

المصدر: مصدر سابق الذكر، سلمان عادل، ص 267.

ويصاغ هذا الجدول إلى أعمدة بيانية في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-7): تطور صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات الجدول أعلاه

من خلال الجدول والأعمدة البيانية يلاحظ أنه لم تكن هناك إصدارات لصكوك المشاركة قبل 2005، وذلك لسيطرة إصدارات كل من المراجعة والإستصناع في السوق، ثم عرفت ارتفاع كبير إلى غاية سنة 2009 حيث بلغت قيمتها 90% وذلك لدور إرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين، ثم تراجعت في سنة 2010 بنسبة 29.03% وهذا راجع لتوجه الحكومة الماليزية نحو إصدار صكوك المراجعة.

### المطلب الثالث: أفاق التجربة ومعيقات الصيرفة الإسلامية بماليزيا

يتناول هذا المطلب أهم أفاق التجربة الماليزية ومجال استخدام منتجات التصكيك ضمن أدوات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية، وأهم المعيقات التي قد تواجهها.

#### أولاً: واقع وأفاق التجربة الماليزية

وتتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:

#### 1- الخطة الإصلاحية في ماليزيا من 1990 إلى 2020م

بدأ الاقتصاد الماليزي يستعيد قوة الدفع المعهودة بدءاً من 1987م، كما استطاعت البيانات الإصلاحية من وضع الاقتصاد الماليزي، في موقع يمكنه من الاستفادة من التحولات في المنافسة الدولية جديدة بدءاً من عام 1990م إلى 2020م في عهد رئيس الوزراء "مُجَّد مهاتير"، وتعرف هذه الخطة بالخطة الإستراتيجية لـ 2020م، والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية بحلول 2020م، ويتم ذلك باستمرارها في تحقيقها المعدل نمو الناتج القومي الإجمالي 7.2 حتى نهاية الخطة، حيث أعلنت لجنة الأوراق المالية الماليزية عن تفاؤلها إزاء مستقبل أسواق المال الإسلامية المعتبرة أن تزايد صفقات العابرة للحدود من شأنها أن يعزز نمو أسواق المال الإسلامية ويزيد الإقبال عن مختلف أرجاء العالم على هذه الصناعة.

ودعت اللجنة إلى تعزيز موقف الأسواق المالية الإسلامية من خلال التقريب بين الفتاوى والتفاسير بشأن الأطر القانونية والضريبية التي تتباين من دولة إلى أخرى.

وتشير أحد التقديرات الحكومية الماليزية أن سوق المال الإسلامية الماليزية ستتمو بحلول عام 2020م بمقدار 967 مليار دولار، ومن الأسباب التي جعلت ماليزيا تسير بخطتها نحو النجاح نذكر ما يلي:

- تحديد الأهداف بدقة: فهو من العوامل التي ساعدت على تكريس جهود عن طريق وضوحها.
- واقعية الأهداف: بحيث وضعت أهداف مدروسة بدقة تتناسب مع ما حققته من إنجازات اقتصادية من خلال الخطة 1970-1990.

- شمولية الأهداف: صناعة ماليزيا أهدافها شاملة لجميع نواحي المجتمع والاقتصاد، إذ أنه يجب أن يشمل نفس مستوى الرعاية الاجتماعية والرقابية التي وصلت إليها هذه الدول.

<sup>1</sup> - عز الدين مسعود، البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية لاسلامية، التجربة الماليزية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد الأول، العدد 26 في مارس 2016، جامعة زيان عاشور، الجلفة، ص 39.

- القيادة القوية: إذ تتميز هذه القيادة بمعالجتها للقضايا المعالجة جذريا مع قدرتها على مواجهة ما قد يحدث من أحداث عرضية، فقد استطاعت هذه القيادة أن تتخطى الأزمة 1982م ميلادي بنجاح، هذا ما أهلها بأن تكون قادرة على اتخاذ القرارات القوية في إطار تنفيذ خطة 2020م. كما أن سياسة الإصلاح في ماليزيا استندت إلى حد كبير على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، لأن الإسلام هو السلاح الوحيد الذي تواجه به التحديات الداخلية والخارجية.

## 2- بفرص ماليزيا بعد رئاسة الآسيان لتفعيل الصيرفة الإسلامية

تولت ماليزيا رئاسة مجموعة الآسيان في بداية 2015م هو منصب تنظمه لوائح التجمع، بحيث تتولى رئاسة الدولة كل عام حسب الترتيب الهجائي للدولة، ويضم الأسان 10 دول (أندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايلاندا، بروناي، الفتنام، لاوس، ميانمار، كمبوديا) في إطار سعي التجمع لوضع رؤية مستقبلية لعلاقاته التجارية والاقتصادية، تكون أمام ماليزيا فرصة كبيرة لتفعيل المالية الإسلامية للاستفادة من مجالات التعاون الرئيسية بين الدول التجمع و على رأسها المالية والبنوك، فقد حضرت ماليزيا خطوات متقدمة فيما يتعلق باستخدامات المتعددة للصكوك الإسلامية مما سيفتح المجال في للدخول في تنفيذ المشروعات بدول التجمع أو الخارجية، حيث تسعى اليابان حاليا لإقامة منطقة تجارة حرة مع التجمع، وتحرص مؤخرا للاستفادة من آليات التمويل الإسلامي.

وما يزيد من فرصة ماليزيا في مجال المالية الإسلامية أن تجمع الآسيان قد أزال العديد من العوائق والإجراءات من أمام حركة رؤوس الأموال بين دوله، وبذلك سيكون من السهل على البنوك الماليزية تمدد بنشاطها في باقي دول الآسيان، لان الأمر المهم في مجال الصيرفة الإسلامية والذي يمثل تحديا وفرصة في نفس الوقت من خلال اجتماع وزراء الخارجية الآسيان الذي استضافته ماليزيا يوم 2015/01/22م و الذي وضع ضمن أجندة موضوعات الدعم وتطوير المشروعات الصغيرة والمتوسطة، هو ضروري للخروج من دائرة تمويل المراجعة والإجارة، بما يتناسب مع متطلبات هذه المشروعات من الوسائل التمويلية تلائم ظروف عملها وتساعد على النمو والتطور.

### ثانيا: معوقات الصيرفة الإسلامية في ماليزيا<sup>(1)</sup>

تتوافر ماليزيا على بيئة مناسبة للتمويل الإسلامي، وذلك لوجود بنية تحتية قوية و أنظمة دائمة، لأنها تحتاج إلى تعزيز المشاركات لاستقطاب المضاربين الأجانب، وبالإضافة إلى العديد من المعوقات نذكر منها:

<sup>1</sup> - عز الدين مسعود، مرجع نفسه ص 40.

- 1- تأسيس هيئات رقابية شرعية في ماليزيا مزال محدودا من ناحية عدم شمولها لمختلف التخصصات والميزات المهمة إلى جانب علماء الشريعة، فلا بد من وجود عملاء التمويل والمحاسبة والقانون والإدارة، وذلك إثراء للاجتهاد الجماعي الذي تقوم به الهيئات الشرعية.
- 2- عدم كفاية المنتجات التي يمكن الاستثمار فيها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3- ضعف المقاربة التكاملية بين إطارات الصيرفة الإسلامية.
- 4- تبني بعض المؤسسات المالية الإسلامية الماليزية بعض المنتجات المالية المحرمة عند جمهور العلماء مثل العينة وبيع الدين.
- 5- قلة الوعي الديني للمالية الإسلامية وذلك من خلال ضعف في التفريق بين الصيرفة الإسلامية والوضعية بسبب إغفال قضايا المعاملات والتركيز على قضايا العبادات.

## المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر

يحتل الجهاز المصرفي دورا هاما وحيويا في الواقع الاقتصادي لجميع الدول، نظرا لتأثيره الإيجابي الذي يمارسه على التنمية الاقتصادية، ولكن أغلبية أعمال المصارف التقليدية تشترك في صفة واحدة وهي التعامل بالفائدة، وهذا الأمر دفع إلى تحالف فقهاء مع خبراء المال والاقتصاد من خلال وضع مؤسسات مالية إسلامية لرفع الحرج عن المسلمين من جهة ولجذب الودائع وتقديم الخدمات للمتعاملين وفق أحكام الشريعة الإسلامية من جهة أخرى.

## المطلب الأول: بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر حديثة التطورات التي حصلت في الساحة الاقتصادية في فترة الإصلاحات، فيما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني، رغم انعدام الخبرة إلا أنها حاولت منذ انطلاقتها مواكبة التطورات الحاصلة في مجال تمويل المؤسسات عمومية كانت أو خاصة، وذلك وفق إطار تشريعي، وفي هذا المطلب سنتعرف على بورصة الجزائر وتقسيماتها وتقييم أدائها.

أولا: لمحة تاريخية<sup>(1)</sup>

فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت سنة 1990 في إطار الإصلاحات الاقتصادية 1988، من خلال القوانين التي ساهمت في تعزيز فكرة إنشاء البورصة هي قانون 88-01 المتعلق "بتوجه المؤسسات العمومية الاقتصادية" والقانون المتعلق بتشكيل 08 صناديق مساهمة، قانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 1975/09/26 والمتعلق بالقانون التجاري، علما أن هذه القوانين عملت على التفرقة بين دور الدولة كمساهم ودور الدولة كقوة عمومية.

وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة SVM وهي شركة مساهمة (SPA) رأس مالها مملوك من طرف 08 صناديق مساهمة، وكان رأسمال هذه المؤسسة في حدود 320000 دج، قبل أن يصل إلى 9.32 مليون دج سنة 1992، وتم تعديل المركز الاجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة BVM.

رغم ذلك فإن بورصة القيم المنقولة لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وتكييف القانون التجاري لقواعد السوق وكان النص التشريعي رقم 93-08 بتاريخ 1993/04/25 متمم ومعدل للأمر رقم

<sup>1</sup> - حيدوش عاشور، حيدوش سعديّة، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد "دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها" مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، المجلد الثاني، أفريل 2018، ص136.

59/75 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري ويحمل في طياته إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.

في حين الأمر 96-27 بتاريخ 09 سبتمبر 1996 المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري، قد تطرق إلى تعريف قواعد تشغيل مختلف المؤسسات التجارية، كما يرجع الفضل للنص التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23 ماي 1993 في :

1- إنشاء بورصة القيم المنقولة.

2- تعريف البورصة واعتبارها الإطار التنظيمي وحيز لإجراء العمليات على الأوراق المالية المصدرة من طرف الدولة والأشخاص المعنوية الأخرى في قطاع العام وشركات المساهمة.

3- تعريف الهيئات المركبة للبورصة.

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB<sup>(1)</sup>

تمتع هذه اللجنة بالاستقلالية المالية والإدارية، وتتكون من رئيس وستة أعضاء وتحرر هذه اللجنة تحت وصاية الوزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة القيم المتداولة بغية:

- حماية المستثمرين من القيم المتداولة.

- ضمان سير الحسن والشفافية التامة للسوق.

وتعتبر سلطة التنظيم من ابرز وأهم مهامها حيث تقوم ب:

- قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة.

- نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للادخار.

- شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة تسيير حافظة القيم المنقولة "العروض العامة

للبيع"، أما الأنظمة الصادرة عن COSOB، يتم المصادقة عليها من طرف الوزير المالية وتنشر في الجريدة الرسمي،

وتحقق هذه اللجنة مدى الاحترام بين الوسطاء والشركات للقواعد الخاصة بالمعلومات التي تمس واقع المؤسسة، وفي

حالة مخالفة التشريعات والقوانين فإن لهذه اللجنة صلاحيات معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.

<sup>1</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة (تونس، الجزائر، المغرب)، ماجستير في الإدارة المالية، جامعة منتوري فسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص 39.

- شركة إدارة بورصة القيم المتداولة SGBV<sup>(1)</sup>

هي تلك المسؤولة عن تنفيذ إجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم وهي تعتبر شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين، ومن مهامها نجد:

- تنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.
- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض لتنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.

- وضع نشرة رسمية للتسعيرة تشمل كافة معلومات السوق.

- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) والمتمثل في المؤسسات المالية والشركات التجارية المتمركز نشاطها في القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة (COSOB)<sup>(2)</sup>.

أما القانون رقم 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المرتبط بخصوصية المؤسسات العمومية معدل ومتمم بالأمر رقم 97-12 ل 19 مارس 1997 فقد أدرج الرجوع إلى مكانيزمات البورصة كأسلوب للخصوصية، كذلك القانون 95-25 بتاريخ سبتمبر 1995 المرتبط بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة، وعرف القواعد الخاصة بتنظيم وتسيير ومراقبة الصناديق العمومية المملوكة من طرف الدولة في شكل قيم منقولة ممثلة للرأسمال. بينما الأمر رقم 04-01 بتاريخ 2001 المتعلق بتنظيم تسيير وخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية فهو يرمي إلى تسريع فتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواص المحليين والأجانب، تعيين وتوضيح الأدوار، تسهيل وتبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

إن القانون رقم 03-04 بتاريخ 17 فيفري 2003 قد أتى بما يلي:

- أضيف على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.
- دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة COSOB.
- وسع نطاق وسطاء البورصة ليشمل عدة مجالات: مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم النصيحة للمستثمرين.

- توسيع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية.

<sup>1</sup> - رشيد هولي، مرجع نفسه، ص 40.

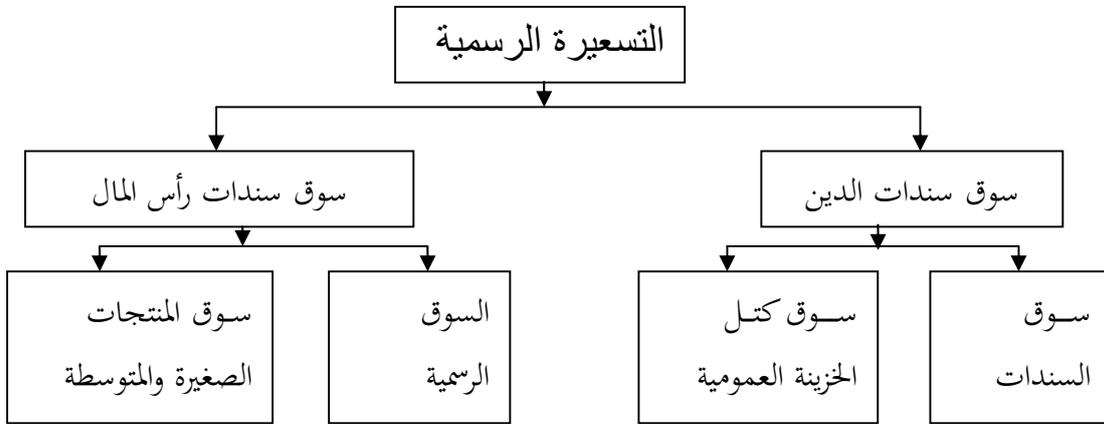
<sup>2</sup> - موقع بوسة الجزائر [www.sgbv.com](http://www.sgbv.com)

- أدخل المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت شعار " الجزائر للمقاصة " وهو عبارة عن شركة ذات أسهم تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة " باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات، وإنجاز معاملات على السندات وترميزها وفق المعايير الدولية.<sup>1</sup>

ثانيا: تقسيمات بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها

تضم التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة سوق لسندات رأس المال وسوق لسندات الدين وكل منهما فرعين كما هو موضح في الشكل المقابل:

الشكل رقم (3-8): أسواق بورصة الجزائر



المصدر: شقيقب عيسى، ازغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية،

المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07-2016، ص60.

1- سوق سندات رأس المال: تنقسم بدورها إلى<sup>(2)</sup>:

1-1- السوق الرئيسية: موجهة للشركات الكبرى ويوجد بها حاليا 05 شركات مدرجة:

- مجمع صيدال ومؤسسة بيوفارم: الناشطان في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في مجال السياحة.

- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات.

- أن سي رويبة: الناشطة في قطاع الصناعة الغذائية.

<sup>1</sup> - حيدوش عاشور، حيدوش سعدية، مرجع سبق ذكره، ص137.

<sup>2</sup> - شقيقب عيسى، ازغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07-2016، ص61.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: مخصصة للشركات الغير والمتوسطة، أنشئت سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.  
الجدول (3-8): شروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشروط	سوق سندات رأس المال ( سوق المؤسسات الصغيرة ومتوسطة )
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم
رأس المال الأدنى	لا يوجد حد معين
نتائج السنة المالية الأخيرة	ليست مطلوبة
الحصة المطروحة للاكتتاب	10 %
الكشوف المالية المصدقة والمنشورة	للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي	مطلوب وتعيين مرقى البورصة
عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة	50 مساهم أو 3 مستثمرين من المؤسسات

المصدر: <http://www.sgvb.dz>

2- سوق سندات الدين: وتنقسم إلى<sup>(1)</sup>:

1-2- سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية الدولية، يوجد بها سنة واحدة فقط وهو خاص بمجموعة دهلي والتي من الميثت أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.  
2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، أنشئت سنة 2008 وتحصي حوالي 26 سند وتتراوح تواريخ استحقاقها من 7-10-15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

<sup>1</sup> - شقيقب عيسى، ازعار يحي، مرجع نفسه، ص60.

ثالثا: تقييم أداء بورصة الجزائر وسبل تفعيلها

- تقييم أداء البورصة الجزائرية خلال الفترة (2010-2017)<sup>(1)</sup>

من خلال عرضنا لأسواق بورصة الجزائر، فإننا نجد أن سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير ناشطة، وذلك لعدم وجود أي شركة مدرجة فيها منذ تأسيسها وكذا سوق السندات لا توجد أي شركة قامت بإصدار السندات وهذا دليل على أن الشركات لا تلجأ للبورصة من أجل تمويل عجزها، أما بالنسبة لسوق رأس المال فإن الشركات المدرجة حاليا هي خمس شركات ذات الحصص الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-9): الشركات المدرجة في سوق سندات رأس المال

الرمز في البورصة	اسم الشركة	القيمة الاسمية	عدد الأسهم
ALL	أليانس للتأمينات	5804511	200
ROUI	أن سي أروبية	8491950	100
AUR	م ت ف الأوراسي	6000000	250
SAI	صيدال	10000000	200
BIO	بيوفارم	25521875	200

المصدر: <http://www.sgvb.dz>

بالنسبة لحجم التداول فإنه قد عرف تراجع عدد الصفقات المبرمة بالرغم من إدراج شركة ذات أسهم بيوفام 2016، وأن سي روية وأليانس للتأمينات سنة 2011، وبعدها كانت خلال الفترة (1999-2002) فقد عرف عدد الصفقات بمتوسط 2000 صفقة، بعدها بدأ التراجع خلال السنوات التي تليها لتصل إلى أدنى مستوى سنة 2005 ب 64 صفقة ويستمر التراجع في الفترات الموالية، وخلال الفترة (2010-2017) كفترة قبل بداية الأزمة المالية في الجزائر وكذلك في عمق الأزمة، وما نستطيع ملاحظته هو تراجع حجم الصفقات وهذا لعزوف الشركات الاستثمار في هذه السوق وهذا السبب الذي أدى إلى انتعاش السوق الموازية.

<sup>1</sup> - حيدوش عاشور، حيدوش سعدية، مرجع نفسه ص138، ص139.

والجدول الآتي يمثل أداء السوق الرسمية خلال ( 2010-2017):

الجدول رقم (3-10): أداء بورصة الجزائر ( السوق الرسمية ) خلال الفترة 2010-2017

السنوات	الحجم المتداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
2010	27420	11985965	125
2011	321997	185118435	413
2012	49471	36038865	143
2013	120681	49116999	132
2014	90111	414103340	251
2015	2213143	1251956825	259
2016	788860	805500430	339
2017	269835	175208440	320

المصدر: <http://www.sgvb.dz>

المطلب الثاني: استشراف صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر

تعتبر الجزائر من بين الدول الإسلامية التي عملت على فتح مجال أمام البنوك الإسلامية لمزاولة نشاطها، إلا أنها تعرضت إلى العديد من المشاكل والمعوقات التي أدت إلى فشل نشاطها وعليه سنحاول من خلال هذا المحور إبراز صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر.

أولاً: القيمة التي تضيفها صناعة الصكوك الإسلامية للاقتصاد الجزائري

من خلال تطبيق الصكوك الإسلامية في الجزائر يعطي هذا إضافة لدفع عجلة التقدم ومزايا عديدة للاقتصاد الجزائري، وذلك لأنها تمكن من<sup>(1)</sup>:

<sup>1</sup> - حفوطة أمير عبد القادر، ريندي البشير، مقال بعنوان استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية ( تجربة السودان وماليزيا ) رقم 04، 2017، ص 81.

- 1- إدارة السيولة: تعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المستخدمة في إطار ما يعرف بالسوق المفتوحة فهي تمكن من:
  - تخفيض معدلات التضخم وتعمل على استقرار أسعار الصرف.
  - تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.
  - زيادة معدلات النمو الاقتصادي والاعتماد على الموارد الحقيقية بدلا من الاستدانة من الجهاز المصرفي.
- 3- تعبئة الموارد: تتميز الصكوك ذات الصبغة الإسلامية بقدرة على تجميع الموارد اللازمة لتغطية احتياجات الدولة التمويلية بحيث تفرض كبديل متاح للدولة ينوب عن مداخيل النفط المتميزة بالتذبذب.
- 4- تمويل عجز الميزانية: الصكوك الإسلامية أداة الأمثل التي تلجأ إليها الدولة لتمويل عجزها.
- 5- تمويل المشاريع التنموية: تساهم صكوك الاستثمار في دعم العديد من القطاعات الاقتصادية بتوفير موارد حقيقية و تمويل مشاريع تنموية (مشاريع البنية التحتية و مشاريع الخدماتية ...).
- 6- تحقيق التنمية الاجتماعية من خلال توفير الخدمات الأساسية لأفراد المجتمع كبناء وحدات صحية وتنفيذ المشاريع لخلق مناصب العمل ومكافحة البطالة.

ثانيا: التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر<sup>(1)</sup>

العائق الرئيسي في تفعيل الصكوك الإسلامية وخاصة في مجال الخطط التنموية للبلد هو غياب الإطار القانوني والتشريعي الذي ينظمها، حيث أن كل من القانون المصرفي الجزائري ومجلس النقد والقرض لم تهتم ولم تراعي خصوصيات والضوابط الشرعية التي تحكم العمل المالي بشكل عام والصكوك (السندات الإسلامية) بشكل خاص، باستثناء بعض المنتجات المالية الجديدة، التي لها انسجام موضوعي من حيث المبدأ مع قواعد الشريعة الإسلامية، بقدر ما كان الهدف من إيجاد أساس قانوني لتطوير منتجات السوق الجزائرية بوصفها منتجات طورتها الصناعة المالية التقليدية.

ولعله من الأهمية يمكن التنويه إلى أن غياب الاعتراف القانوني الصريح بالصناعة المالية الإسلامية ككل لم يشكل عائقا يمنع وجودها والتعامل بها بقدر ما هو عامل كادح يحول دون تمكنها من ترجمة مبادئها وقواعدها الشرعية بشكل كامل ومنسجم في ممارسة الميدانية للعمل المصرفي والمالي.

<sup>1</sup> - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص26، ص27.

وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة لنشاط المصرفي والمالي غير المنسجمة كلياً مع التوصيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية:

1- **على مستوى قانون النقد والقرض:** بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 والأمر رقم 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، نلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية والتي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

2- **على مستوى القانون التجاري:** لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفتها تمثل حقوق الملكية متساوية القيمة ومشاعة في منافع وحصص في شركات دون إن يكون لحاملها صفة المساهمين. فالقيم المنقولة التي تتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما شهادات استثمار يمثل ملكية في رأس المال الشركة أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديونا عليها.

ولأن الاستثمار في الأسهم لا يتنافى مع الضوابط الشرعية إلا أنها تشكل بديلاً عن صكوك المشاركة والمضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات السيولة ويمكن عائداً أعلى، إما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقتزان عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعاً وعدم جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض والطلب.

3- **على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر بورصة الجزائر:** بالرجوع إلى تقرير السنوي لسنة 2010 رفضت لجنة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية ضمن القيم المنقولة المتداولة في سوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال)، وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم عليها هذه الأدوات.

4- **على مستوى قانون الضرائب:** إن إصدار صكوك إسلامية قائمة على صيغ البيع كبيع الأجل والاستصناع والسلم وفق ضوابط شرعية شكلاً ومضموناً بصفتها صيغ ناقلة لملكية، أحياناً قد تؤدي إلى معاملة بالضريبة المحففة بحق هذه الأدوات إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية، أي إذا طبقت عليها الأحكام على الضرائب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة والمثلة في الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات يكون معدل الفائدة هو المشكل لوعاء الضريبة بالسنة للسندات العادية في حين أنه شكل من كامل ثمن البيع أو الاستصناع في حالة صكوك البيع وهو ما سيؤثر على تنافسية هذه الأداة مقارنة بغريماتها التقليدية.

5- على مستوى قانون توريق القروض الرهنية العقارية: بالرجوع إلى القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20 فبراير 2006 والمتضمن توريق القروض الرهنية فإنها لا تتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك، ويلاحظ أن هذا القانون يعرف عملية التوريق بتحويل القروض إلى أوراق مالية، أي أنه حصر عملية التوريق في الديون العقارية وهذا لا يتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك والمقصود بها تحويل الأصول الموجودة إلى أجزاء يمثل كل منها صكا قابلا للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية.

### ثالثا: متطلبات تطبيق الصكوك الإسلامية في الجزائر

لتطبيق تجربة التعامل والتداول بالصكوك الإسلامية يجب إتباع الخطوات التالية:

- 1- تبنى كل من البنك المركزي والوزارة المالية فكرة العمل بالصكوك الإسلامية.
- 2- إصدار قانون خاص بالصكوك الإسلامية الجزائرية وتطوير البنية الشرعية التي تتماشى مع تطبيق الصكوك الإسلامية.
- 3- إنشاء شركة ذات الغرض الخاص لتقوم مقام البنك المركزي والوزارة المالية في إصدار الصكوك الإسلامية.
- 4- وضع هيئة شرعية مكونة من أصحاب الكفاءات والاختصاص وتوكل إليها مهام التأكد من احترام الضوابط الشرعية عند إصدار الصكوك الإسلامية المتعامل بها.
- 5- تكوين كوادر البشرية في المالية الإسلامية من خلال وضع مقاييس في برامج التعليم العالي.
- 6- نشر الوعي الثقافي والمعرفي لدى الجمهور وخاصة المستثمرين فيما يخص سوق المالية الإسلامية عن طريق ندوات ومؤتمرات وحتى المجالات<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق المالي الإسلامي في الجزائر

لا تكتمل أهمية إقامة سوق مالي إسلامي بمجرد إصدار قرار إنشاء سوق مالي إسلامي وإنما تحقيق مجموعة من متطلبات ناجحة متمثلة في عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي والمتمثلة في<sup>(2)</sup>:

<sup>1</sup> - حفوطة أمير عبد القادر، ريندي البشير، مرجع سبق ذكره، ص 82.

<sup>2</sup> - يسني ليلي، العصفورة سارة، مرجع سبق ذكره، ص 92.

### أولاً: الشروط المهنية

تتمثل أهم الشروط المهنية التي يستوجب تحقيقها للمشاركة في السوق المالي بصفة عامة وما يتم تداولها من أدوات بصفة خاصة تتمثل فيما يلي:

1- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها ( الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية.. ) تحت إشراف هيئات رقابية شرعية.

2- التأكد من التزام كل الأطراف المشاركة في سوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة المعايير كل بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة بالإفصاح والمراجعة من خلال مدققين شرعيين داخليين كانوا أو خارجيين.

3- الاعتماد على القيمة العادلة أساسا لإصدار الأدوات والأوراق المالية، خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة.

4- أن يتم مراعاة خصوصية القيمة العادلة أساسا لإصدار الأدوات، ذلك لاحتمال إمكانية الإصدار والتداول المتعلقة بالديون والنقود.

5- أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد وأساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي وبما يقلل المخاطر الصادرة عن المعاملات المالية وبما يمنع المضاربة غير المشروعة، وهذا في إطار المشتقات المالية.

6- أن يتم صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين والوسطاء الماليين، على أساس الوكالة حيث يتم اعتماد أساليب التمويل المشروعة كأسلوب المراجعة والمشاركة، مع أخذ بعين الاعتبار الأداة المالية الممولة والأصل المالي الممول.

### ثانياً: الشروط الفنية

وهي تلك المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية بمختلف أنواعها في السوق المالية، حيث تتكفل بمهمة وتحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية التي تشرف على السوق المالي في ظل الاقتصاد الإسلامي.

وتكون هذه الشروط محل التزام من قبل المتعاملين بالسوق المالي الإسلامي من الجهات التي تصدر الأدوات المالية الإسلامية التي سوف يتم تداولها في شركة أو دولة أو بنك أو جهة وساطة بل يمكن إيقاع عقوبات على المتهربين من ذلك.

ثالثا: الشروط الشرعية

تتمثل في النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

**3-1- الالتزام بالشرعية نصوصا ومقاصدها وأحكامها:** والمقصود هنا تطبيق كل الأحكام التي قررها علماء التشريع الإسلامي وقواعد ومبادئ الإصدارات والتداولات التي تتم فيها، غير أن هناك ضوابط شرعية عامة تميز سوق المالي وتعطيه أهمية أكبر، نذكر منها:

- الالتزام بالقيم الإسلامية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور.
- تجنب مختلف المعاملات الربوية سواء في مجال الديون أو البيوع.
- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، وتحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية.

**3-2- الإباحة الشرعية للأدوات المالية:** أن يكون الغرض من الأداة المالي أو طرق إصدارها واستغلالها واستثمارها موافقة للشرعية الإسلامية، والحاجة الاقتصادية.

**3-3- تكافؤ أطراف العقد :** من حيث مراقبة التداول من وجود الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات وتطبيق الحوكمة.

**3-4- الخلو من الضمان:** يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان جزء من الربح عند التصفية، مثل ما هو في الأسهم الممتازة المنهي عنها شرعا.

<sup>1</sup> - يسني ليلي، العصفورة سارة، مرجع نفسه، ص 93.

## خلاصة الفصل

قد تبين في هذا الفصل أن التجربة الماليزية لها أثر وحجم كبير في مجال إصدار الصكوك الإسلامية منذ فترة طويلة، مكنتها من تمويل مشاريعها التنموية وذلك باستخدام مدخراتها المحلية وتوجيهها نحو قطاعات مختلفة سواء كانت إنتاجية أو خدماتية.

باعتبار الجزائر من الدول النامية وجب عليها تفعيل تجربة الصكوك الإسلامية في توفير التمويل لاقتصادها نظرا لكونها تعاني من نقص الموارد نتيجة انخفاض أسعار البترول، مما يسمح بتوفير السيولة المخزنة للأفراد، وذلك من خلال نشر ثقافة التعامل بالصكوك الإسلامية للمستثمرين عن طريق هيئات متخصصة، وتخصيص مراكز لتدريب أشخاص بالتعامل بالصكوك الإسلامية، أي تكون مطبقة في الواقع.

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة التي يقوم عليها أي كيان اقتصادي، كما أنها أداة الرئيسية لتحقيق التنمية الاقتصادية ودفع عجلة النمو، حيث نهوض باقتصاد خالي من كل معاملات الربوية، بحيث تعمل وفق أسس تتطابق مع الشريعة الإسلامية.

قد تبيننا لنا من خلال الدراسة أن الخطوة الأولى وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية ابتكار أدوات المالية الإسلامية مصممة وفق مبادئ وشروط تتلاءم مع طبيعة عمل المصارف الإسلامية، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات الملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات وأدوات اقتراض وإقراض، مما يساعد في توسيع الاستثمارات وحصول على اقتصاد راقي ومأمول به يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وتجدر الإشارة أن الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التي لها أثر ودور مهم، كما أن لها مساهمة كبيرة في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية، وخاصة إذا توفرت لها متطلبات النمو والنجاح والاستقرار من تشريعات تضبطها وحكومات تدعمها وأسواق تستقطبها ومؤسسات تستخدمها.

الجزائر كمعظم دول العالم يمكنها تعزيز نشاط سوق المال بتوافق مع ضوابط الشرعية الخاصة بها، لأنها تملك مؤهلات تحوّلها من دخول في عالم الصيرفة المالية الإسلامية ويكون بها شأن كبير في هذا المجال.

بالحديث عن التجربة الماليزية تعتبر من أكثر الدول الرائدة في مجال الصيرفة الإسلامية، ومن أهم العوامل التي تساعد على نجاحها وضع قوانين تتوافق مع نشاط الصيرفة الإسلامية وحفزتها على تداول أوراق مالية إسلامية خاصة في مجال الصكوك، مما دفعها إلى التآلق والنجاح في سوق راس المال الإسلامي، وبذلك تصبح بديل عن الأسواق التقليدية ومن جهة أخرى نموذج للمستثمرين.

### اختبار الفرضيات

لقد تم صياغة ثلاث فرضيات في بداية الدراسة أدت لمعالجة الموضوع وتم توصل لنتائج التالية:

#### الفرضية الأولى

الهدف الرئيسي من صناعة سوق مالية هو إشباع رغبات وحاجات المتعاملين، الأمر الذي دفع ضرورة حتمية استلزامها في المعاملات الاقتصادية بين كل من الأفراد و المؤسسات والشركات، حيث تعتبر الأسواق المالية وسيلة لجذب العملة الصعبة من خلال رؤوس الأموال الأجنبية التي تنشط داخله، وكذا معالجة المديونية و تخفيض تكلفة المعاملات من خلال امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهها إلى الاستثمار، وبالتالي الفرضية الأولى صحيحة.

### الفرضية الثانية

تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات التمويلية الإسلامية التي تتيح المشاركة في دعم احتياجات ومتطلبات التنمية الاقتصادية وذلك من خلال توجيه الأموال التي يتم تجميعها نحو الاستثمار في القطاعات الاقتصادية عامة كانت أو خاصة، وهي تعتبر كبديل لأدوات الاستثمار التقليدي، واهم أداة لمواجهة تحديات تفعيل سوق رأس المال، وبالتالي الفرضية صائبة.

### الفرضية الثالثة

تعتبر تجربة ماليزيا تجربة متطورة في مجال الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام ورائد في مجال منتجات التصكيك الإسلامي، ويمكن اعتبارها درس مفيد ومرجع مهم لباقي الدول الإسلامية من الاستفادة من تجربتها، والفرضية الأخيرة صحيحة.

### نتائج عامة

- تعتبر السوق المالية أداة تمويلية فعالة لتطوير الاقتصاد حيث تتميز بأدوات مالية متنوعة تتيح القدرة على استثمار الأموال.
- يشكل غياب الكفاءة في الأسواق المالية عائق في تطويرها.
- تمثل السوق المالية الإسلامية الصورة الجيدة للاستثمار مما يحقق التنمية الاقتصادية.
- لقد أثبتت الدول الإسلامية نجاحها التدريجي في التعامل بالأدوات المالية الإسلامية.
- إن حداثة صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر وعدم نضجها بالكامل جعلها تواجه جملة من التحديات والتي قد تحد من فكرة تطوير سوق مالية إسلامية جزائرية.
- إن السوق المالية الإسلامية لازالت بحاجة إلى إبداع وابتكار حتى تقوم بدفع الاقتصاد إلى الواجهة.
- زيادة الشفافية لنشاطات وعمليات السوق يسمح للمستثمرين الماليين باتخاذ القرارات من خلال نشر كافة المعلومات المهمة حول الصكوك الحكومية في السوق وهو المقصود بالكفاءة.
- السوق المالية في الجزائر بحاجة إلى دراسة و تطوير معاملاتها وأدواتها لتشجيع الاستثمار و تحقيق المشاريع.
- يحق للصكوك الإسلامية أن تؤثر إيجابيا على حركة بورصة الجزائر من خلال التنوع في محافظ الاستثمار وتعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية.

- مازالت التجربة الماليزية لحد يومنا هذا مرجع ودليل يعتمد عليه معظم الدول في صناعة سوق مالية إسلامية، ومن الدول التي قامت بخطوات مهمة وإيجابية فيما يخص إقامة سوق مالية إسلامية نجد البحرين التي قامت بتعاون مع أطراف عديدة لإنشائها، ودي التي قامت بتحويل سوقها إلى سوق مالية إسلامية.

### اقتراحات

من خلال دراسة الموضوع تم اقتراح بعض التوصيات التالية:

- تعزيز عمليات البحث والتطوير من اجل ابتكار أدوات مالية إسلامية فيما يخص البنوك وسوق المال الإسلامي.

- ضرورة العمل على إصدار التشريعات اللازمة ووضع وصياغة قوانين متكاملة من قبل الدولة الإسلامية سواء القديمة أو المعدلة أو الجديدة المبتكرة، والتي تتوافق مع أحكام شريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً.

- الاستمرار في نشر وعي ثقافي في التعامل بالصكوك الإسلامية باعتبارها حل لتطوير السوق المالية الإسلامية.

- تأهيل الكوادر في مختلف المجالات حتى تسمح بإنشاء سوق مالية إسلامية فعالة.

- تشجيع التعاون بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية والاهتمام بالتنمية البشرية للعاملين فيه من حيث التخلق والفهم الجيد للمعاملات الشرعية.

- عمل المصارف الإسلامية لإقامة قاعدة معلومات تعمل لاستفادة المستثمرين والمؤمنين فيها.

- توجيه الطلبة المتخصصين في مجال الأسواق المالية لإجراء بحوث تطبيقية على الأدوات المالية لإعطاء الجزائر روح عملية في تجسيد سوق مالية إسلامية.

- لا بد من توحيد فتاوى ومعايير محاسبة التعامل في السوق المالية الإسلامية.

- العمل على توحيد فتاوى ومعايير محاسبية للتعامل في السوق المالية الإسلامية، ووضع حملات لتوجيه المستثمرين بالدخول في بورصة دون تعامل بالمحرمات الشرعية.

- استغلال أموال المستثمرين المسلمين بالخارج في الدول الإسلامية وذلك بتقديم امتيازات للدخول في

البورصة وفق منهج إسلامي.

### أفاق الدراسة

من خلال دراسة هذا الموضوع، تبين أن له جوانب هامة ومكملة لازالت تستحق البحث، لذلك اقترحا بعض المواضيع التالية:

- أهمية الأسواق المالية الإسلامية في الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني.
- علاقة البنوك الإسلامية بصناعة سوق مالية إسلامية.
- دور الأدوات المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية.
- دور تطبيق مبادئ الحوكمة على المكونات التنظيمية لسوق المالية الإسلامية كآلية لرفع من كفاءة أداءها.

- مستقبل الأسواق المالية الإسلامية في ظل تطور الهندسة المالية الإسلامية  
وفي الأخير لا يفوتنا في نهاية هذه المذكرة إلا أن نطوي صفحاتنا التي كان فيها الجد والاجتهاد رفيق لنا على الدوام، وأن نطلب من سادتكم السماح وتجاهل الهفوات، ونستودع الله الكريم أن ينفعنا بالعلم و يمدنا بالتوفيق ويديم علينا نعمه في الحياة.

قائمة المصادر والمراجع

I- أمهات الكتب

1- القرآن الكريم

II- الكتب

- 1- جميل مُجّد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، شركة دار الأكاديميين للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 2- فارس ناصيف البشير، غسان سالم الطالب، المبادئ المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2011.
- 3- ماجد أحمد عطاالله، إدارة الاستثمار، دار للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2010.
- 4- مبارك بن سليمان بن مُجّد آل سليمان، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2005.
- 5- مُجّد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية لتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، الطبعة الأولى 2009.
- 6- مُجّد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن الخزم للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى 2011.
- 7- مُجّد مبروك أبو زيد، التحليل المالي- شركات الأسواق المالية، دار المريح للنشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية 2009.
- 8- مُجّد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2013.
- 9- مُجّد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار جامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2016.
- 10- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية للنشر والتوزيع، إسكندرية، الطبعة 2011.
- 11- حكيم بالراضية، جعفر هني بالراضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2016.

- 12- خالد أحمد المشهداني، عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2013.
- 13- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2012.
- 14- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، الطبعة 2008.
- 15- سامر مظهر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006.
- 16- سامر يوسف كمال مُجَدِّد، الصكوك المالية الإسلامية، دار البشير للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى 2013.
- 17- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2013.
- 18- عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة، عالم الكتب للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة 2011.
- III- المجالات والمذكرات:
- المجالات:
- 1- بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة مسيلة العدد، 2015/14.
- 2- حيدوش عاشور، حيدوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد (دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها)، مجلة النماء الاقتصاد والتجارة، جامعة مُجَدِّد الصديق بن يحيى، المجلد الثاني أبريل 2018.
- 3- راضية لسود، لسود بو لعسل، مسعودة أمل بن سعيد، تجارب علمية في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها، مجلة النماء، المجلد الأول، أبريل 2018.
- 4- شقيقب عيسى، أزعار يحيى، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، مجلة الجزائر للعلمة والسياسات الاقتصادية، العدد 2016/07.

- 5- عبد الناصر البراني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية نموذجاً، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، العدد 10.
- 6- عز الدين مسعود، البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية (التجربة الماليزية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلة الأولى، العدد 2016/03/26.
- 7- ناصر المهدي، بوزمارن وسيلة، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديدة جامعة الجليلي، خميس مليانة، المجلد 01، العدد 2017/16.
- 8- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2011/09).

#### IV- الأطروحات والمذكرات:

- 1- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، الجزائر، 2010-2011.
- 2- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية في تنفيذ برامج الخصخصة، دراسة حالة (تونس، المغرب، الجزائر)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في الإدارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، جامعة منتوري، 2010-2011.
- 3- زاهرة يونس، مُجَّد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والضريبية والشرعية، أطروحة دكتوراه لاستكمال الماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006.
- 4- سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، دراسة حالة ماليزيا، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة مُجَّد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
- 5- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013-2014.

6- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، جامعة مُجّد خيضر بسكرة، الجزائر 2014-2015.

7- نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي، رسالة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مُجّد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015-2016.

#### V- مطبوعات:

1- بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس في مقياس الحلقة حول مواضيع المتعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية المقدمة للطلبة السنة الثالثة، شعبة علوم التسيير تخصص إدارة مالية ، المركز الجامعي نور البشير البيض 2015-2016.

#### VI - الملتقيات والمؤتمرات

##### - الملتقيات:

1- جمال لعمارة، راييس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي، سياسة التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، 21/22 نوفمبر 2006.

2- عماري صليحة، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية، تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، يومي 8-9 ديسمبر 2013.

3- لحول عبد القادر، دور الصيرفة الإسلامية في الحد من أثر تداول الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، المحور الثامن، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

4- مهداوي هند، صباح فاطمة، صباغ رقيقة، السوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، المحور الثامن، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تلمسان، 23 - 24 فيفري 2011.

**VII- المؤتمرات:**

- 1- باسل الشاعر، الأسواق المالية من المنظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والصيرفة الإسلامية، 16-17 جويلية 2017.
- 2- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية يومي 05-06 ماي 2014.
- 3- نوال سمرد، رفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والصيرفة الإسلامية الجامعة الأردنية 28-30 جويلية 2015.
- 4- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، مؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من المنظور الإسلامي، الأردن، 08/05/2013.

**VIII- المقالات**

- 1- حفوطة أمير عبد القادر، ربيدي البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربة السودان-ماليزيا)، رقم 04-2017.

**IX- المواقع الإلكترونية:**

- 1- Islamic,economics@yahooogroups.com
- 2- www-sgbv.com

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر مع دراسة بعض التجارب الدولية، وقد تم اختيار ماليزيا نظرا لنجاح سوق رأس المال الإسلامي الذي تبنته، والذي يعتبر أداة مهمة في تقييم أداء الاقتصاد وتوفير التمويل اللازم، ونجاحها كان عن طريق استخدام دراسة اقتصادية تحليلية واستخلاص النتائج والآليات التي يمكن أن تطبق على أرض الواقع وهذا ما دفع العديد من الدول تتنافس على تبني هذه الفكرة ومن بينها الجزائر.

وبعد معالجة الموضوع لخصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التالية:

- تعتبر السوق المالية أداة هامة في تقييم أداء الاقتصاد وعنصرا أساسيا ومهما في تقييم أداء الشركات.
- دور السوق المالية الإسلامية على الكيان الاقتصادي.
- للصكوك الإسلامية أهمية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية في ماليزيا.

الكلمات المفتاحية:

السوق المالية، السوق المالية الإسلامية، الصكوك في ماليزيا، الصيرفة الإسلامية في الجزائر.

**Abstract :**

This study aimed to highlight the requirements of establishing an Islamic financial market in Algeria with some international experiences. Malaysia was chosen because of the success of its Islamic capital market, which is an important tool in evaluating the performance of the economy and providing the necessary financing. And draw conclusions and mechanisms that can be applied on the ground and this has led many countries compete to adopt this idea, including Algeria.

After addressing the subject, the study summarized the following results: - The financial market is an important tool in evaluating the performance of the economy and an essential and important element in assessing the performance of companies. - The role of the Islamic financial market on the economic entity. - Islamic Sukuk is important in developing Islamic financial markets in Malaysia.

**key words:**

Financial Market, Islamic Financial Market, Sukuk in Malaysia, Islamic Banking in Algeria.