



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير

رقم الترتيب:
رقم التسلسل:

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير
تخصص مالية الأسواق
بعنوان:

نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية

تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق بالجزائر "دراسة استشرافية"

إعداد المترشح: سليم جابو

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 13 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	عبد الغني دادن
مشرفا ومقررا	جامعة ورقلة	أستاذة	نوال بن عمارة
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ	سليمان ناصر
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر (أ)	فوزي محيريق
مناقشا	المركز الجامعي لعين تموشنت	أستاذ محاضر (أ)	علي بن الضب
مناقشا	جامعة غرداية	أستاذة	أحلام بوعبدلي

السنة الجامعية: 2018/2017

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير



رقم الترتيب:

رقم التسلسل:

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير
تخصص مالية الأسواق
بعنوان:

نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية

تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق بالجزائر "دراسة استشرافية"

إعداد المترشح: سليم جابو

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 13 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	عبد الغني دادن
مشرفا ومقررا	جامعة ورقلة	أستاذة	نوال بن عمارة
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ	سليمان ناصر
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر (أ)	فوزي محيريق
مناقشا	المركز الجامعي لعين تموشنت	أستاذ محاضر (أ)	علي بن الضب
مناقشا	جامعة غرداية	أستاذة	أحلام بوعبدلي

السنة الجامعية: 2017/2018

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

((...وَمَا أُوتِیْتُمْ مِّنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِیْلًا))

من الآیة 85 من سورة الإسراء

الإهداء

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله صلى الله عليه وسلم

أهدي ثمرة عملي هذا

إلى :

من قال الله تعالى بحقهما ﴿...وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا...﴾

...والذي رحمه الله وأدخله فسيح جنانه؛

...والدتي العزيزة حفظها الله وأبقاها.

إلى ينابيع الإخلاص والوفاء.....إخوتي وأخواتي فخرا واعتزازا.

إلى زوجتي وإبني أويس...حفظهم الله ورعاهم.

إلى جميع زملاء العمل ورفقاء الدرب.

إلى جميع الأصدقاء والأعزاء.

...إلى جميع طلاب العلم.

إلى هؤلاء أهدى هذا العمل.

شكر وعرfan

(... رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدِي وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿١٩﴾ . من الآية 19 من سورة النمل

بسم الله أبتدئ وإليه أنتهي وعليه أعول فيما أرتجي، وأستهل بالحمد لله الذي ليس لقضائه دافع ولا لعطائه مانع ولا كصنعه صنع صانع وهو الجواد الواسع، والسلام على من خصه بالنبوة سيد الأنام أبي القاسم محمد (صلى الله عليه وسلم) وعلى آله الطيبين الطاهرين وصحبه المنتجبين الأخيار.

وبعد إنهاء هذه الأطروحة أجد في نفسي ومن دواعي الوفاء والعرfan أن أتقدم بالشكر المقرون بالتقدير الكبير إلى أستاذتي الفاضلة الأستاذة الدكتورة نوال بن عمارة لتفضلها بالإشراف على هذا البحث، وتوجيهاتها السديدة والجهد والمتابعة الحثيثة في إتمام هذه الأطروحة.

كما ويشرفني أن أتقدم بفائق شكري وتقديري إلى السادة أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة وصرفهم جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها وإبداء ملاحظاتهم السديدة داعيًا من الله عز وجل أن يحفظهم ويرعاهم.

ومما يثقل كاهلي ويطوق عنقي ويجعلني لا أملك إلا الشكر والإمتنان إلى كل الأساتذة الذين كانت لهم البصمة الواضحة في خط مسيرتي.

ومن دواعي الإحترام والإعتزاز أن أتقدم بالشكر والتقدير إلى من كان لي كمثابة الأب منصور بن نونة على حرصه وتشجيعه ومساعدته لإتمام هذا البحث فجزاه الله عني كل الخير.

ختامًا أقدم شكري وتقديري إلى كل من مد يد العون والمساعدة في معلومة أو نصيحة داعيًا من الله العلي القدير أن يوفق الجميع في طريق العلم والمعرفة .

المخلص

يهدف هذا البحث إلى إقتراح نموذج لإقامة سوق للأوراق المالية بالجزائر تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال التطرق إلى تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية، ومن تم وضع الأرضية التنظيمية والتشريعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، وبيان أطرافها ومقوماتها، والوقوف على مدى إمكانية تطابق الواقع العملي مع نظرية عملها، والخروج بأهم المعوقات التي تحول دون إقامتها، والتحديات التي تواجهها وفرص نجاحها. ولتحقيق هدف البحث تم اختيار عيّنتين من المجتمع الجزائري تظم الأولى 104 أشخاص، وتوزعت بطريقة عمدية (مقصودة) على مجموعة من المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، والأسواق المالية والنقدية، ممن لهم درجة الليسانس والماجستير والدكتوراه، والموظفين كأساتذة جامعيين، أو بمؤسسة مالية، عبر التراب الوطني، بينما الثانية تظم 945 شخص، وتوزعت على مجموعة من الأفراد تم اختيارها بطريقة عشوائية حصصية، آخدا بعين الإعتبار المناطق الجغرافية عبر التراب الوطني.

خلص البحث إلى أن الجزائر بحاجة ماسة لإقامة سوق للأوراق المالية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، حيث أوصى البحث إلى ضرورة التوجه نحو التمويل الإسلامي، والبحث عن أساليب تمويلية جديدة تلبي متطلبات ومرجعية وخصوصية المجتمع الجزائري المسلم، وذلك من خلال الإستفادة من تجارب الدول الإسلامية السبّاقة في هذا المجال، وتوفير كل العناصر الشرعية والتنظيمية والمقاصدية لإقامة هذه السوق المنشودة.

الكلمات الدالة: سوق الأوراق المالية الإسلامية، شروط شرعية، شروط فنية ومهنية، شروط قانونية واقتصادية، أرضية تنظيمية، منتجات مالية إسلامية، كفاءة شرعية.

Abstract

The aim of this research is to propose a model for the establishment a stock market in Algeria in accordance with the rules of Islamic Shari'a, by addressing the experiences of some Islamic financial markets, and the regulatory and legislative background of the Islamic stock market in Algeria, and representing its parties and elements. Also come up with the most important obstacles and challenges of its creation. In order to achieve the objective of the research, two samples were selected from the Algerian society. The first of which consisted of 104 persons. It was deliberately distributed to a group of specialists in the Islamic economics, financial and monetary markets, who had a bachelor's, master's and doctorate degree and the employees as university professors or financial institutions. While the second consisted of 945 people, it was distributed into a group of randomly selected individuals, taking into account the geographic regions across the national territory.

The research concluded that Algeria need of establishing a stock exchange market in accordance with Islamic Shari'a rules. The research recommended the necessity for Islamic finance and the search for new financing methods that meet the requirements and reference of the Algerian Muslim community, by benefiting from the experiences of Islamic countries. Then provide all the legitimate and regulatory elements for making this desired market.

Key words: Islamic stock market, Islamic conditions, technical and professional conditions, legal, economic and social conditions, regulatory floor, Islamic financial products, Sharia competence.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

I	الملخص.....
III	فهرس المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XII	قائمة الأشكال.....
XIII	قائمة الملاحق.....
XIV	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ- ح	مقدمة عامة.....
1	الفصل الأول: التأصيل العلمي والعملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
3	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
3	1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
4	2- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
6	3- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
7	4- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
7	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
7	1- السوق الأولية (سوق الإصدار).....
9	2- السوق الثانوية.....
11	المطلب الثالث: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
11	1- الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
13	2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.....
14	3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية.....
14	المطلب الرابع: الرقابة القانونية والشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
14	1- الرقابة القانونية.....
15	2- الرقابة التنظيمية.....
17	المطلب الخامس: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
18	1- أوامر سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
18	2- تسعير الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....

20	3- عقود المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
21	4- التسوية والمقاصة ونقل الملكية.....
23	المبحث الثاني: الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
23	المطلب الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي.....
23	1- المصرف المركزي الإسلامي.....
24	2- المصارف الإسلامية.....
25	المطلب الثاني: شركات السمسرة وصناع السوق.....
25	1- شركات السمسرة والخدمات المالية.....
26	2- صناع السوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
27	المطلب الثالث: شركات الاستثمار الإسلامي.....
28	1- صناديق الأسهم الإسلامية.....
28	2- صناديق السلم بالسلع.....
29	3- صناديق الإجارة.....
29	4- صناديق الإستصناع.....
29	5- صناديق المراجعة.....
30	6- صناديق المضاربة.....
30	7- الصناديق المختلطة.....
30	المطلب الرابع: شركات التأمين الإسلامية ووكالات التصنيف الائتماني.....
31	1- شركات التأمين الإسلامية.....
32	2- وكالات التصنيف الائتماني.....
32	المطلب الخامس: مؤسسات مالية رديفة.....
32	1- المؤسسات المالية غير المصرفية.....
33	2- شركات الإستشارات المالية.....
33	3- هيئة التأمين على الودائع المصرفية.....
33	4- مؤسسات ائتمان واستثمار غير ربحية.....
33	5- مؤسسات مالية أخرى مساندة.....
35	المبحث الثالث: الخلفيات العملية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
35	المطلب الأول: الخلفيات المتعلقة بالتكليف الشرعي لسوق الأوراق المالية المعاصرة.....

35	1- دراسة محمد عبد الفتاح النشار، 2006 بعنوان التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي.....
35	2- دراسة إقبال خورشيد، 2005 بعنوان سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية.....
36	3- دراسة مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، 2004 بعنوان أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة.....
38	4- دراسة شعبان محمد إسلام البرواري، 2002 بعنوان بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي.....
39	المطلب الثاني: الخلفيات المتعلقة بإمكانية إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية.....
39	1- دراسة رائد نصري أبو مؤنس 2013 بعنوان الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية.....
40	2- دراسة خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، 2005 بعنوان نحو أسواق مالية إسلامية.....
42	3- دراسة كمال توفيق حطاب، 2005 بعنوان نحو سوق مالية إسلامية.....
42	4- دراسة محمد علي القرني، 1993 بعنوان نحو سوق إسلامية.....
43	المطلب الثالث: الخلفيات المتعلقة بالتطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
43	1- دراسة سليم قط، 2016، بعنوان مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة مقارنة.....
45	2- دراسة شافية كتاف، 2014، بعنوان دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية.....
47	3- دراسة محمد الأمين ولد عالي، 2011، بعنوان التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي).....
48	4- دراسة محمد وجيه حنيني، 2010، بعنوان تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية.....
49	5- دراسة نبيل خليل طه سمور، 2007 بعنوان سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق.....

50	المطلب الرابع: مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.....
50	1- مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث التكييف الشرعي لسوق الأوراق المالية
51	2- مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية....
51	3- مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث التطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
52	خلاصة الفصل الأول.....
53	الفصل الثاني: التجارب العملية لإقامة سوق مالية إسلامية.....
55	المبحث الأول: تجربة ماليزيا في إقامة سوق مالية إسلامية.....
55	المطلب الأول: سوق رأس المال الماليزي.....
55	1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي.....
56	2- أقسام سوق رأس المال الماليزي.....
58	3- الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي.....
60	المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
61	1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
61	2- أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
63	3- أقسام سوق رأس المال الماليزي.....
69	4- الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
71	المبحث الثاني: تجربة السودان في إقامة سوق مالية إسلامية.....
71	المطلب الأول: طبيعة ونشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
71	1- نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
72	2- تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
74	3- أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
74	المطلب الثاني: مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه.....
75	1- مكوناته سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
77	2- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
82	المبحث الثالث: تجربة البحرين في إقامة السوق المالية الإسلامية الدولية.....
82	المطلب الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية.....
82	1- نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية.....

84	2- آلية عمل السوق المالية الإسلامية الدولية.....
85	3- أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية.....
86	4- أنشطة السوق المالية الإسلامية الدولية وتركيزها الحالي.....
87	5- أداء السوق المالية الإسلامية الدولية.....
90	المطلب الثاني: المؤسسات المساندة للسوق المالية الإسلامية الدولية.....
90	1- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.....
92	2- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف.....
93	3- مركز إدارة السيولة.....
94	4- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.....
95	5- المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم.....
97	خلاصة الفصل الثاني.....
98	الفصل الثالث: نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
100	المبحث الأول: منهجية الدراسة.....
100	المطلب الأول: التعريف بالدراسة والأدوات المستخدمة.....
100	1- نموذج الدراسة.....
101	2- أساليب جمع البيانات.....
103	3- آلية توزيع الاستبيانات.....
104	4- أساليب تحليل البيانات.....
105	المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة.....
105	1- مجتمع الدراسة.....
106	2- خصائص عينة الدراسة.....
110	3- مصداقية وثبات أداة الدراسة.....
112	المبحث الثاني: الأرضية التشريعية والتنظيمية للنموذج المقترح بالجزائر.....
112	المطلب الأول: الشروط الضرورية لنجاح النموذج المقترح.....
113	1- الشروط القانونية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
114	2- الشروط الاقتصادية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
116	3- الشروط المهنية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
118	4- الشروط الفنية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.....

122	5- الشروط الشرعية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.....
125	المطلب الثاني: الأرضية التنظيمية للنموذج المقترح.....
125	1- إدارة النموذج المقترح.....
127	2- الهيئات الرقابية والإشرافية في النموذج المقترح.....
128	3- إجراءات التعامل في النموذج المقترح.....
132	4- الركائز الأساسية للنموذج المقترح.....
137	5- الأصول والأدوات والأوراق المالية المقترح التعامل بها في النموذج.....
141	6- الزكاة في النموذج المقترح.....
142	المبحث الثالث: إمكانية تطبيق النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر.....
142	المطلب الأول: الحاجة لتطبيق النموذج بالجزائر.....
146	1- الحاجة لمصارف إسلامية بالجزائر.....
147	2- الحاجة لصناديق استثمار إسلامية بالجزائر.....
149	3- الحاجة لسوق تداول أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
150	4- الحاجة لشركات مساهمة عامة تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بالجزائر..
152	5- الحاجة لهيئات تشريعية وأطر قانونية إسلامية بالجزائر.....
154	المطلب الثاني: فرص النجاح المتوقعة لتطبيق النموذج المقترح.....
155	المطلب الثالث: المعوقات التي تحول دون تطبيق النموذج المقترح.....
156	1- المشاكل والمعوقات الإدارية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
157	2- المشاكل والمعوقات البشرية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
159	3- المشاكل والمعوقات الخاصة بالنظم والسياسات الرقابية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
160	4- العقوبات الشرعية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.....
162	5- مشاكل ومعوقات تطوير المنتجات المالية الإسلامية.....
165	خلاصة الفصل الثالث.....
166	خاتمة.....
176	قائمة المراجع.....
i	الملاحق.....

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
060	الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة	(01-02)
067	أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال سنة 2016	(02-02)
078	أداء مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية (2010-2016)	(03-02)
088	تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة (2001-2016)	(04-02)
089	تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة (2001-2016)	(05-02)
100	النموذج التطبيقي للدراسة	(01-03)
130	تصنيف الأدوات المالية الإسلامية المقترحة حسب قابلية التداول	(02-03)
137	التركيب البنوي للنموذج المقترح	(03-03)
138	تصنيف الأدوات المالية الإسلامية حسب الغرض منها في النموذج المقترح	(04-03)
145	الحاجة الماسة لتطبيق النموذج المقترح في الدراسة	(05-03)
156	مشاكل ومعوقات تطبيق نموذج الدراسة	(06-03)

قائمة الاختصارات والرموز

الدالة		الإختصار/الرمز
المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية	
الإختصارات		
Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية	<i>AAOIFI</i>
Arab Monetary Fund	صندوق النقد العربي	<i>AMF</i>
Analysis of variance	اختبار تحليل التباين	<i>ANOVA</i>
Bank Islam Malaysia Berhad	البنك الإسلامي الماليزي المحدود (شركة مسجلة إسلامية في ماليزيا)	<i>BIMB</i>
Bursa Malaysia	بورصة ماليزيا	<i>BM</i>
Bursa Malaysia Berhad	بورصة ماليزية المحدودة	<i>BMB</i>
Bursa Malaysia Derivatives Bhd	بورصة المشتقات المالية الماليزية المحدودة	<i>BMDB</i>
Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd	بورصة المقاصة للمشتقات المالية الماليزية المحدودة	<i>BMDCB</i>
Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd	بورصة الإيداع الماليزية المحدودة	<i>BMDSB</i>
Bursa Malaysia Securities Bhd	بورصة الأوراق المالية الماليزية المحدودة	<i>BMSB</i>
Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd	بورصة المقاصة للأوراق المالية الماليزية المحدودة	<i>BMSCSB</i>
Build, Operate, Transfer	شركات البناء أو التشييد، ثم التشغيل، ثم نقل الملكية	<i>BOT</i>
Central Depository System	نظام الإيداع المركزي	<i>CDS</i>
Capital Finance Internatioal	مجلة بريطانية متخصصة في تصنيف الاقتصاديات وأسواق رأس المال	<i>CFI</i>
General Council For Islamic Banks And Financial Institutions	المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية	<i>CIBAFI</i>
Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (Commission for the Organization and Supervision of Stock Exchange Operations)	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	<i>COSOB</i>
Algerian dinar (the currency of Algeria)	دينار جزائري (عملة الجزائر)	<i>DA</i>
Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index	المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز	<i>DJ-RHBIMI</i>
the Malaysian Islamic capital	سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	<i>ICM</i>

market		
Islamic Development Bank	البنك الإسلامي للتنمية	<i>IDB</i>
Islamic Financial Services Board	مجلس الخدمات المالية الإسلامية	<i>IFSB</i>
International Islamic Centre For Reconciliation And Arbitration	المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم	<i>IICRA</i>
International Islamic Financial Market	السوق المالية الإسلامية الدولية	<i>IIFM</i>
Islamic International Rating Agency	الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف	<i>IIRATING</i>
Kuala Lumpur Stock Exchange Limited	بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة	<i>KLSEL</i>
Kuala Lumpur Shariah Index	المؤشر الشرعي كوالالمبور	<i>KLSEI</i>
Khartoum Stock Exchange	سوق الخرطوم للأوراق المالية	<i>KSE</i>
Khartoum Stock Exchange Index	مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية	<i>KSEI</i>
Liquidity Management Centre	مركز إدارة السيولة	<i>LMC</i>
MALAYSIAN RINGGIT (the currency of Malaysia)	الرينجيت الماليزي (العملة الماليزية)	<i>MYR</i>
Syariah Advisory Council	المجلس الاستشاري الشرعي	<i>SAC</i>
Securities Commission	هيئة الأوراق المالية	<i>SC</i>
Securities Commission of Malaysia	هيئة الأوراق المالية الماليزية	<i>SCM</i>
Sudanese pound (the currency of Sudan)	الجنيه السوداني (العملة السودانية)	<i>SDG</i>
Sendirian Berhad (private limited company)	الشركات الخاصة المحدودة	<i>Sdn Bhd</i>
Sudan Financial Services Co. LTD	شركة السودان للخدمات المالية المحدودة	<i>SFS-CL</i>
Société de gestion de la bourse des valeurs (The Management Company of the Stock Exchange)	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة	<i>SGBV</i>
Statistical Package Social Science	برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية	<i>SPSS</i>
Shari'a Supervisory Board	هيئة الرقابة الشرعية	<i>SSB</i>
United States dollar (the currency of United States)	دولار أمريكي	<i>USD</i>
Venture capital companies	شركات رأس المال المخاطر	<i>VCC</i>
World Wide Web	خدمة الشبكة العنكبوتية العالمية للمعلومات	<i>WWW</i>
الرموز		
Chi-Square test	إختبار كاي تربيع	χ^2
Degree of confidence	درجة الثقة	$(1-\alpha)$
Fisher test	إختبار فيشر	<i>F</i>
Independent- Samples T. test	إختبار فرق المتوسطين (إختبار ستودنت)	<i>T</i>

percentage	النسبة المئوية	%
significance level	مستوى المعنوية	α
standard deviation	الإنحراف المعياري	σ
sum	المجموع	Σ
The null hypothesis	فرضية العدم	H_0
Alternative Hypothesis	الفرضية البديلة	H_1
variance	التباين	σ^2
Volume	حجم التداول	V

مقدمة عامة

مقدمة عامة

1. توطئة

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة أو الوضعية من الموضوعات الجديدة، حيث ظهرت البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها في القرن العشرين، لذلك لم يعرف الاقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، ومنه جاء دور الإجهاد المعاصر للإهتمام والتقضي بخصوص هذه السوق، وإبراز أهميتها وأهم وظائفها، وآليات العمل فيها، لذلك فإنها تحتاج إلى وجود هيئة مراقبة قانونية وهيئة إدارة وهيئة شرعية تنظم عملها وتكون نقطة تميزها عن الأسواق المعاصرة في مجال الأوراق المالية.

تحتل سوق الأوراق المالية الإسلامية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الإسلامية، حيث يتم من خلالها تجميع مدخرات المسلمين ثم استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل وذلك على النحو الذي تميزه الشريعة الإسلامية، حيث حققت المؤسسات المالية الإسلامية إنجازات كبيرة خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا، إذ فتحت أبوابا وأبعادا تزيد من فاعلية الأسواق المالية الدولية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية، فهي تعطي فرصا هامة لكل مستثمر لتقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائده من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات المثلى والأكثر نجاحا ومشروعية، إذ جاءت هذه المؤسسات لتزيج الحرج عن المسلمين، وتوفر لهم البديل المناسب عن المؤسسات المالية التقليدية التي لا تتوافق أغلب تعاملاتها مع الشريعة الإسلامية.

خطت بعض الدول الإسلامية -على غرار السودان وماليزيا؛..- خطوات مهمة وإيجابية في سبيل إقامة سوق مالية إسلامية، تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نُظر لها، وتتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، وتأتي في مقدمتها ماليزيا التي كان لها فضل السبق في إقامة سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزءا مهما من النظام المالي الماليزي، بالإضافة إلى السودان التي قامت في سنة 1984 بأسلمة نظامها الاقتصادي، وبالتالي تحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

عجزت القنوات التمويلية التقليدية بالجزائر على تحقيق أهدافها والقيام بوظائفها، ففي ظل عزوف المستثمرين الجزائريين عن استثمار أموالهم خوفا من الوقوع في الشبهات والمحرمات، ورغبتهم في الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، فإن الحل الأفضل والمناسب لتنشيط السوق المالية بالجزائر قد يكون في التوجه نحو التمويل الإسلامي، هذا الأخير قد يواجه عدة مشاكل وصعوبات تشكل عقبات في مسيرة عمله، ولعل إقامة سوق أوراق مالية إسلامية مستقلة وغير ربحية وتحت غطاء إسلامي خاص، تعتبر الحل الأنسب لمعظم المشاكل التي تواجه

المصارف الإسلامية وتحد من نجاحها، وفي نفس الوقت الحل الأمثل والأبجع لمشكلة التنمية الاقتصادية في الجزائر، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية، خاصة وأن السوق المالية التقليدية وهي بحالتها الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، تكتنفها العديد من المخالفات الشرعية، وتشوبها الكثير من المعاملات المحظورة.

من هذا المنطلق دفع الإهتمام إلى البحث والدراسة حول إقتراح نموذج لسوق أوراق مالية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية.

2. إشكالية البحث

شهدت سوق الأوراق المالية الإسلامية إهتماما متزايدا من قبل الباحثين نظرا للأثر الإيجابي الذي خلفته نتيجة لخصائص منتوجاتها المالية، ففي ظل الإضطرابات والأزمات التي يواجهها النظام المالي على الصعيد الدولي والإقليمي من جهة، ولتجنب المستثمرين الحريصين على دينهم من الوقوع في شبهات هم في غنى عنها من جهة أخرى؛ أصبحت الحاجة ملحة لإقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.

تعد إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، من أكبر التحديات في النظام المالي، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى تعزيز البنى المؤسساتية، وإلى صياغة الإطار التشريعي والتنظيمي والرقابي، ورفع مستوى الوعي لدى الأفراد والهيئات من أجل توفير المناخ الملائم لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية تجمع بين ما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية وبين الكفاءة المهنية.

من خلال ما سبق، يمكن طرح الإشكالية الرئيسية الآتية:

إلى أي مدى يمكن إقامة سوق للأوراق المالية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية بالجزائر؟

لتوضيح مضامين هذه الإشكالية يمكن الإستعانة بالتساؤلات الجزئية الآتية:

- ما الحاجة من إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؟
- ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية؟
- ما مدى إمكانية تطبيق المقترح سوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؟
- ما مدى تجاوب النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية للواقع العملي الميداني؟
- ما هي المعوقات والعراقيل التي تحول دون تطبيق نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؟

3. فرضيات البحث

كمحاولة مبدئية للإجابة على تساؤلات البحث تم صياغة الفرضية العامة الآتية؛ وسيتم دراستها من خلال هذا الموضوع:

لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية ينبغي تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية والإلتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل هذه السوق.

وتتفرع هذه الفرضية العامة إلى الفرضيات الجزئية التالية:

- في ظل عدم قدرة الأسواق المالية التقليدية على مواجهة تحديات العصر أصبحت الحاجة ملحة لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؛
- يمكن للتشريعات واللوائح التنظيمية أن تنشئ سوقا فعالا للأوراق المالية الإسلامية؛
- هناك فرص لنجاح النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؛
- هناك تجاوب لدى المستثمرين لأوجه التمويل والاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- هناك عراقيل وعقبات إدارية، بشرية، شرعية وتنظيمية تحد من إمكانية إقامة سوق أوراق مالية إسلامية في الجزائر.

4. مبررات اختيار البحث

اختيار موضوع هذا البحث المعنون بـ " نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية " لم يكن وليد الصدفة، بل كان بناءً على عدة إعتبارات لعل أهمها:

- إرتباط الموضوع بمجال تخصص الباحث مالية الأسواق، وبوطنه الجزائر، وبدينه الإسلام؛
- الإطلاع المسبق على بعض المقالات والأعمال في الموضوع أعطت الباحث نظرة عامة شجعت على اختيار الموضوع كأطروحة دكتوراه؛
- لعل موضوع هذا البحث يكون دراسة مبدئية تعود بالمنفعة على المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، حيث يعتبر النهوض بالاقتصاد الإسلامي وكيفية نميته والوصول به إلى نقطة البناء المتكامل من أهم قضايا الأمة الإسلامية المطروحة على سلم الأولويات الاقتصادية، ولعل هذه الدراسة تكون لبنة في هذا البناء العظيم؛
- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع خاصة من قبل المستثمرين المسلمين الحريصين عن دينهم، وغيورين عن وطنهم؛

- حداثة سوق الأوراق المالية الإسلامية مما جعل الموضوع حيوياً ومثيراً للإهتمام.

5. الهدف من البحث

يسعى البحث إلى إقتراح نموذج لسوق أوراق مالية تتماشى وفقاً لقواعد الشريعة الإسلامية؛ ومدى إمكانية تطبيقه في الجزائر، فضلاً عن مدى قدرته على جذب المدخرات وتوفير فرص التمويل المرحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال مايلي:

- معرفة واقع أسواق الأوراق المالية ومدى مواءمة هذا الواقع للشريعة الإسلامية؛
- مواكبة الموجات التطورية التقدمية في مجال الاقتصاد الإسلامي؛
- إبراز أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية في الحياة الاقتصادية؛
- بيان ماهية ومقومات الشروط القانونية والاقتصادية، المهنية، الفنية، لإنشاء السوق المالية الإسلامية بالجزائر؛
- التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- تقديم البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدية في الجزائر، وهذا بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلى أوجه التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- إلقاء الضوء على أدوات الصناعة المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وعرض أنواع المعاملات التي تجري فيها؛
- بيان مدى إمكانية إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر، وذات كفاءة وربحية اقتصادية في حال تحقيق شروطها الأساسية؛
- إبراز المعوقات التي تحول دون إقامة سوق أوراق مالية إسلامية في الجزائر.

6. أهمية البحث

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساساً لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية، وذلك من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، فبينما كانت السوق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشراً هاماً على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، تكاد اليوم تكون مسرحاً للعبث بأموال المتعاملين لما تحويه من صفقات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية. هذه الأخيرة تسببت في أزمات مالية عالمية عدة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت إنهيارات وتدايعيات وتراكمات، عرفت بدايتها ولم يتم التعرف على نهاياتها. كل هذا يدعونا إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما

يجنب العالم ويلات أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي عالمي إسلامي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الإنهيار. وتبرز أهمية هذا البحث من خلال المزايا التي تحققها هذه السوق، والتي منها:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية وما تقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية للأموال والثروات الإسلامية، واستثمارها وتنميتها والحفاظة على إستقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، مما يساهم في تطوير أسواق مالية جديدة منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية؛
- تمكن سوق الأوراق المالية الإسلامية المستثمر المسلم الحريص على دينه من استثمار أمواله دون الوقوع في الشبهات والمحرمات؛
- إقامة سوق أوراق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية؛
- جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب؛
- قدرة منتوجات السوق المالية الإسلامية على مواجهة تحديات العصر.

7. إطار البحث

يقتصر البحث على إقتراح نموذج لإقامة سوق للأوراق المالية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، ويكون التعامل فيها بالأوراق المالية، دون الأسواق التي يكون محل التعامل فيها الأصول الأخرى كالعملات والسلع من النفط والقمح، وغيرها، فضلا عن أنه لم يشمل إمكانية إيجاد نظام اقتصادي إسلامي ككل، كما هو الحال في السودان والباكستان وإيران، وإنما يقترح هذا النموذج في ظل نظام اقتصادي رأسمالي، ضمن مبدأ الإستطاعة العامة.

يركز البحث على السوق المنظمة، ولم يعط أهمية للسوق غير المنظمة (السوق الثالثة والسوق الرابعة)، وما يجري فيها من تعاملات.

ينحصر هذا البحث في إطاره النظري على معرفة ما هي سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام، ولم يكن محل البحث معرفة تفاصيل الأحكام الفقهية للتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية، ولا الفصل في شرعية ما يجري في السوق من متاجرة أو تعاملات.

يقتصر البحث على عينة من المجتمع الجزائري، وعلى مجموعة من المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، والأسواق المالية والنقدية، ممن لهم درجة الليسانس والماجستير والدكتوراه، والموظفين كأساتذة

جامعيين، أو مؤسسة مالية، عبر التراب الوطني، خلال 120 يوم (من شهر جوان، إلى شهر سبتمبر من سنة 2017).

8. منهج البحث والأدوات المستخدمة فيه

نظرا لطبيعة البحث وبغية إنهاء تطلعات الدراسة، سوف يتم إعتقاد جل المناهج المستعملة في البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، حيث يتم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

وبشكل عام، سيتم الإعتقاد على البيانات الجاهزة والمتوفرة، والتي تشكل خلفية أدبية تم جمعها بالمراجعة والإطلاع، حيث يتم إنتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع إستخدام بعض الإحصاءات الخاصة بواقع سوق الأوراق المالية الإسلامية وتحليلها، وصولا لإستخلاص النتائج، كما تم إنتهاج المنهج الإستشراقي من أجل بناء نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.

كما يتم الإعتقاد على البيانات غير المتوفرة، والتي يتم تناولها في الجانب التطبيقي للدراسة للتعرف على مدى إمكانية تطبيق النموذج المقترح في الجزائر، حيث يتم إنتهاج المنهج التحريبي من خلال أخذ عينة من المجتمع الجزائري وجمع البيانات منه، ومعالجتها إحصائيا، بهدف قياس درجة وطبيعة العلاقة بين الإطار النظري للبحث، وبين الواقع التطبيقي له، وذلك عن طريق تصميم إستبانهين بهذا الخصوص من نوع مغلق الإجابة وتحتوي على جزئين؛ الأول، معلومات ديمغرافية، والجزء الثاني عبارة عن مجموعة من الفقرات مست المحاور الأساسية للدراسة وصيغت بطريقة تناسب وطبيعة العينة المستهدفة للإجابة عليها.

نظرا لأن اختيار الأسلوب الملائم في التحليل يعتمد بشكل رئيسي على نوع البيانات المراد تحليلها، فقد تم الإعتقاد على برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية *SPSS الإصدار الرابع وعشرون، وذلك من أجل توظيف البيانات التي تم الحصول عليها لتحقيق أهداف الدراسة وإختبار فرضياتها، وقد تم إستخدام مستوى الثقة 95%. وفي ضوء طبيعة متغيرات الدراسة وأساليب القياس وأغراض التحليل، فقد تم إستخدام العديد من المقاييس الإحصائية.

9. مرجعية البحث

يوجد من الرسائل والمقالات ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع بشكل جزئي، سواء من ناحية التكييف الفقهي لسوق الأوراق المالية المعاصرة، أو من ناحية مدى إمكانية إنشاء أسواق للأوراق المالية الإسلامية والتطبيق

العملي لها، وهذا خلال فترات زمنية مختلفة. وفضلا عن ما سبق، فهناك عدة تجارب قائمة في سبيل إقامة أسواق مالية إسلامية، على غرار التجربة الماليزية، والتجربة السودانية، والتجربة البحرينية؛...إلخ.

يلاحظ من خلال المراجع والمصادر التي تم الإطلاع عليها حول هذا الموضوع، أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة، وأن هذه الدراسات هي دراسات سوق الأوراق المالية الإسلامية من ناحية نظرية، حيث تعرض التصور أو الرؤية المستقبلية التي ينبغي أن تكون عليها تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولم تناقش طبيعة الاختلاف بين نظرية العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي لتلك النظرية، كما أنها ركزت على الشروط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهملت الأرضية التنظيمية والتشريعية لإقامتها، حيث يسعى من خلال هذه الدراسة وضع تصور متكامل واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية ورصد معالمها وواقعها.

10. صعوبات البحث

من بين الصعوبات التي واجهت الباحث أثناء إعداد هذا البحث ما يلي:

- حسب علم الباحث، هناك ندرة في الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع بالتأصيل، وخاصة في جوانبه الاقتصادية والقانونية؛
- تشعب الموضوع وشموله على عدة مواضيع مترابطة، مما يصعب علينا التفصيل في جميع جوانبه؛
- الاختلافات الفقهية والمذهبية حول النماذج والمنتجات المالية الإسلامية، التي تحتم علينا التركيز على المذهب المالكي والإقتصار على النماذج والمنتجات محل الإتفاق بين الفقهاء.

11. خطة البحث وهيكله

بهدف إنجاز هذا البحث والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول مسبوقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة عامة، حيث تمثلت فصول هذا البحث في:

الفصل الأول بمثابة مقدمة تهدف للتعرف بمجال الدراسة والمتمثل في سوق الأوراق المالية الإسلامية من جانبيها النظري والتطبيقي، حيث يتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث؛ الأول يخصص لإعطاء نظرة عامة حول سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث مفهومها ومراحل إنشائها، مع إبراز أهميتها وأهم وظائفها، وبيان موقف الشريعة الغراء منها. أما الثاني فيتم من خلاله عرض مختلف الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، مع تبيان دورهم ومساهماتهم في إقامة وتطوير هذه السوق. بينما يخصص المبحث الثالث لعرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع ولو بشكل جزئي، سواء من ناحية التكييف الفقهي لسوق الأوراق المالية المعاصرة،

أو من ناحية مدى إمكانية إنشاء أسواق للأوراق المالية الإسلامية والتطبيق العملي لها، وخلال فترات زمنية مختلفة، وذلك بهدف معرفة النتائج المتوصل إليها، كما سيتم إبراز أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، وذلك من حيث الشروط التنظيمية والتشريعية والأوراق المتداولة ومجتمع الدراسة.

يأتي الفصل الثاني بعنوان التجارب العملية لإقامة سوق مالية إسلامية، حيث يتم تقسيمه كسابقه إلى ثلاثة مباحث؛ يتضمن المبحث الأول عرض التجربة الماليزية في إقامة سوق مالية إسلامية، والذي يخضع لنظام مالي مزدوج وهيئة رقابية واحدة، وذلك من خلال التطرق إلى مفهوم ونشأة وأقسام سوق رأس المال الماليزي، والجهات الرقابية فيه، والتركيز على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وأهميته وأقسامه ودور اللجنة الإستشارية الشرعية في تطويره. أما المبحث الثاني فيتم من خلاله عرض التجربة السودانية في إقامة سوق مالية إسلامية الذي يخضع لنظام مالي إسلامي بالكامل، وذلك من خلال معرفة طبيعة ونشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية، وكذا مكوناته والأدوات المتداولة فيه. بينما يتناول المبحث الثالث تجربة إقامة السوق المالية الإسلامية الدولية، من خلال معرفة نشأتها وأهدافها وآليات العمل فيها، وكذا تقييم أدائها ومعرفة أنشطتها السابقة وتركيزها الحالي والمستقبلي، وفي الأخير عرض أهم المؤسسات المساندة للسوق المالية الإسلامية الدولية.

يخصص الفصل الثالث للدراسة الإستشارية الخاصة بإقتراح نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر؛ والذي يتفرع بدوره إلى ثلاثة مباحث؛ الأول يتم فيه بالتعرف بنموذج بالدراسة، وعرض متغيراته وكيفية قياسها وكذا الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة. أما المبحث الثاني فيتم فيه إبراز الشروط القانونية، والاقتصادية والمهنية والفنية والشرعية الضرورية لنجاح هذا المقترح، فضلا عن وضع الأرضية التنظيمية والركائز الأساسية له. بينما يتناول المبحث الثالث تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بمدى إمكانية تطبيق هذا النموذج بالجزائر، من خلال معرفة الحاجة لتطبيقه، وفرص نجاحه المتوقعة، والمعوقات التي تحول دون تطبيقه.

الفصل الأول:

التأصيل العلمي والعملية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

الفصل الأول: التأصيل العلمي والعملية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تحظى سوق الأوراق المالية الإسلامية بإهتمام بالغ ومتزايد لما تؤديه من أنشطة تميزها عن نظيرتها التقليدية، ونظرا لطبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية التقليدية وما يشوبها من الحرام والشبهات، جاءت سوق الأوراق المالية الإسلامية بضوابط وقواعد مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية التي ضبقت المعاملات بأحكام وقواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين وللاقتصاد عامة، إذ تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في العديد من النواحي، وأبرزها الناحية الشرعية، لذلك فهي تحتاج إلى وجود رقابة قانونية وهيئة إدارة وهيئة شرعية تنظم عملها وتميزها عن الأسواق الوضعية في مجال الأوراق المالية.

تتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقق أهدافها، وتمارس نشاطها بفعالية ووفق لما نظر لها، وجود أطر مؤسسية تعمل مع بعضها البعض في ظل النظام الإسلامي، إذ تشكل تلك الأطر الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، فتطوير هذه الركائز يعني تطور هذه السوق وإزدهارها.

سيتم في هذا الفصل التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث مفهومها ومراحل إنشائها، مع إبراز أهميتها وأهم وظائفها، وبيان موقف الشريعة الغراء منها، بهدف نشر الثقافة الاستثمارية الإسلامية الصحيحة، بما فيها إتاحة المجال للمستثمرين للتعرف على وجهة النظر الشرعية الإسلامية بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وما تقوم به هذه الأسواق وبيان الجهود المبذولة لتنظيم وضبط عملها لتتوافق نشاطاتها مع الشريعة الإسلامية.

فضلا عن ما سبق، سيتم إبراز أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع ولو بشكل جزئي، سواء من ناحية التكييف الفقهي لسوق الأوراق المالية المعاصرة، أو من ناحية مدى إمكانية إنشاء أسواق للأوراق المالية الإسلامية والتطبيق العملي لها، هذا خلال فترات زمنية مختلفة، وذلك بهدف معرفة النتائج المتوصل إليها، كما سيتم إبراز أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، وذلك من حيث الشروط التنظيمية والتشريعية والأوراق المتداولة ومجتمع الدراسة. وبناء على ما سبق، سيقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- الخلفيات العملية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة أو الوضعية من الموضوعات الجديدة، حيث ظهرت البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها في القرن العشرين، لذلك لم يعرف الاقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، ومنه جاء دور الإجتهد المعاصر للإهتمام والتقصي بخصوص هذه السوق، وإبراز أهميتها وأهم وظائفها، وآليات العمل فيها، لذلك فإنها تحتاج إلى وجود هيئة مراقبة قانونية وهيئة إدارة وهيئة شرعية تنظم عملها وتكون نقطة تميزها عن الأسواق المعاصرة في مجال الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

تحتل سوق الأوراق المالية الإسلامية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الإسلامية، حيث يتم من خلالها تجميع مدخرات المسلمين ثم استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، وفي هذا السياق سيتم ذكر بعض المفاهيم لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومراحل إنشائها، مع إبراز أهميتها وأهم وظائفها.

1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بسوق الأوراق المالية الإسلامية ذلك الإطار الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية من طرف أصحاب العجز، ثم إقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض وبصورة منظمة ومراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تجميع الأموال في إطار شرعي.¹

يمكن تعريفها على أنها أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة.²

كما ينصرف مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية.³

كما عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم إلتزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما شابه ذلك.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية عبارة عن إطار شرعي منظم يتم من خلاله إصدار (سوق أولية) وتداول (سوق ثانوية) الأوراق المالية البديلة للأوراق الربوية (المحرمة شرعاً إصداراً وتداولاً) في نظيرتها الوضعية، وذلك بهدف إحداث تنمية اقتصادية وإجتماعية من أجل تطوير حياة الإنسان المسلم وإزدهارها.

2- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تعود فكرة إنشاء هذه السوق إلى ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي وفق أسس إسلامية، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني سنة 1978، ومن ثم طرحت تركيا صكوك للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، ليتقدم فيما بعد الدكتور حمود في ندوة البركة المنعقدة في تونس سنة 1984 بطرح فكرة إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية، حيث قدم إقتراحه المتمثل في تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجحة، وذلك لمعلومية الربح فيها.²

إقتрحت فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحرين الإسلامي، تكون مخصصة في تمويل المراجحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً، على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد إستجاب وزير الصناعة والتجارة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 77 سنة 1987، والذي يسمح بتأسيس شركة مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في 1987/01/05، ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 1987/06/28، حيث طرحت كل منهما أول إصدار لها سنة 1989، ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية.³

ولعل من أهم تلك النداءات المدعومة بالدراسات الخاصة بإقامة سوق مالية إسلامية، الدعوة التي أثارها مجمع الفقه الإسلامي في قمته الثامنة المنعقدة في 27/21 جوان 1993، وقد صدر عنها قرار مهم حول الضروريات الاقتصادية والتكليفات الشرعية لإقامة سوق مالية إسلامية، وهو القرار رقم 74 (8/5) بشأن التطبيقات الشرعية لإقامة سوق مالية إسلامية.¹

وقد سبق هذا القرار عدة ندوات ومؤتمرات عقدها المجمع لبحث التكليفات الشرعية للأسواق المالية وكذلك الأدوات المالية الممكن إستخدامها، وقد أصدر قرارات بشأن السندات المحرمة وبدائلها الشرعية، كما أصدر قرارات بشأن الأسهم والشركات والوحدات الاستثمارية وغيرها،² كما كان من أهم النتائج والتوصيات التي تمخضت عن هذه المؤتمرات هو التأكيد على أن أسواق المال بشكلها الحالي (الوضعية) لا تخدم المستثمر المسلم، لذلك من الضروري إيجاد سوق مالية إسلامية،³ حيث جاء التطبيق العملي لهذه القرارات والدعوات من خلال إقامة السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين.*

تواصلت الندوات والمؤتمرات والدعوات الأخرى التي تدعو إلى التنظير لإقامة هذه السوق المالية المنشودة (البورصة الإسلامية). ومن تلك المؤتمرات، مؤتمر (المؤسسات المالية الإسلامية.. معالم الواقع وآفاق المستقبل) الذي عقد خلال الفترة من 15-17 من شهر ماي 2005م والمنظم من طرف كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة، وغرفة التجارة والصناعة بدبي، وقد صدر عن المؤتمر عدة توصيات هامة تتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، حيث كانت توصيته التاسعة تنص على ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية ذات أغراض وأنشطة مشروعة تكون الأولوية فيها للشركات الموجودة في الدول الإسلامية.⁴

ولقد كان لهذه المساهمات الفكرية اجتهادات ملحوظة في مجال الفكر الإسلامي الخاص بأسواق الأوراق المالية التي خرجت فعلا إلى حيز الوجود، وهذا ما نسعى إليه في دراستنا لحالة الجزائر.

3- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

تبرز أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من الدور الذي تؤديه، ففي عصر صار فيه تحقيق أعلى مستوى للمعيشة غاية للوصول إليها، تصبح لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة بالنسبة للمجتمع الإسلامي، وذلك للأسباب التالية:¹

- كون أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة للتمويل، لذلك تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية وعاء لتعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، حيث أنها ملائمة للاقتصاد ومناسبة لطبيعته؛

- اعتماد نشاطات المصارف الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توجيه فائض السيولة، كون أن المصارف الإسلامية لا تتوفر على صيغ كافية يتم من خلالها تشغيل المدخرات، ومن ثم يمكن أن تلعب سوق الأوراق المالية الإسلامية دور المساعدة للنموذج المصرفي الإسلامي، باعتبارها تقدم أوعية يمكن من خلالها تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للمصارف دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية؛

- في ظل المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة، فإنه من الضروري وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية نشيطة وناجحة، وذلك بمساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاطها من خلال إستعراض إتجاهات الأسواق المالية العربية ومعاملتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

فضلا عن ما سبق، ومن أجل إقامة اقتصاد إسلامي حر متمكن من قدراته وإنجازاته، فإنه من الضروري قيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا ما يعزز أهمية وجودها، والذي يمكن إبرازه فيما يلي:

- تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة جيدة للمستثمر المسلم، حيث يتمكن من تنوع محفظته المالية واختيار الأوراق المالية الشرعية، مما يقلل من خسائره ومخاطره ويزيد من عائداته؛²

- تأخذ أسواق الأوراق المالية الإسلامية على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الاقتصادية خاصة في الأقطار التي تعمل ضمنها، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب، وإنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة في التوزيع.³

- المسلمون في أنحاء العالم في أشد الحاجة إلى إقامة سوق أوراق مالية إسلامية التي تتوافر فيها الضوابط الشرعية، وهذا من مقاصد الشريعة الداعية بحفظ المال،¹ حيث أن وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية يضمن استثمار هذا المال وتنميته، وخاصة إذا دعمت بأسواق تداول (أسواق ثانوية) تضمن تصريف المنتجات المالية الإسلامية؛²

4- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:³

- تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد المالية بتوزيعها بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة؛

- تيسير تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمار حقيقي أو سيولة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تساعد هذه الأوراق المالية الإسلامية الدول على القيام بمشاريعها التنموية، ونفس الحال بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص؛

- تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية، السيولة والأمان، إضافة إلى تنمية الوعي الإدخاري للأفراد وتوفير الفرص والوقت لسرعة إتخاذ قرار الاستثمار؛

- دعم الاستثمار طويل الأجل عن طريق توفير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الإعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول.

المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية

عادة ما تتضمن سوق الأوراق المالية الإسلامية قسمين رئيسيين وهما:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

تعتبر السوق الأولية جزءاً مهماً ومكوناً أساسياً وضرورياً لإقامة وبناء سوق الأوراق المالية الإسلامية.

1-1- مفهوم السوق الأولية

تعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة، وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها، وذلك عن طريق الإكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها.¹

يتولى الإصدار مؤسسات متخصصة وجدت لمزاولة مهمة الإصدار (كالمصارف الإسلامية، شركات الخدمات المالية؛.. إلخ) إذ تنشئ علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

1-2- وظائف ومهام السوق الأولية

تتولى المؤسسات المتخصصة بإصدار الأوراق المالية الإسلامية لأول مرة، ولغرض تصريف هذه الإصدارات الجديدة تقوم بالوظائف التالية:

1-2-1- تقديم النصح والمشورة وتقديم النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

- نوعية الورقة المالية المعروضة تساعد الشركات المصدرة في اختيار نوع الورقة المالية التي يفضل إصدارها، بعد دراسة مستفيضة للهيكل المالي للجهة المصدرة وظروف سوق الأوراق المالية؛

- توقيت عرض الأوراق المالية تساعد في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية؛²

- الجوانب القانونية والشرعية للإصدار تساعد في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛

- سعر الورقة المالية المصدرة توظف المؤسسات المتخصصة بالإصدار جميع مهاراتها وخبراتها التي تمتلكها، لتتمكن من الإتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين.³

1-2-2-2- المساعدة في تسجيل الوثائق تقوم المؤسسات المتخصصة بالإصدار بمساعدة الشركات المصدرة في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة، حيث أنه لا يتم تسويق الإصدار الجديد إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية، التي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب (الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لثلاثة سنوات سابقة،...) كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، وتتولى المؤسسات المتخصصة بالإصدار بإرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين.¹

1-2-3- الإكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية يمكن للمؤسسات المتخصصة بالإصدار في هذا الإطار أن تقوم بـ:

- القيام بعملية التسويق وترويج الإكتتاب تبدأ عملية الإكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، وتتولى المؤسسات المتخصصة بالإصدار هذه الحملة بالإعلان عن هذا الإكتتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدة طرق (كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات؛... إلخ)²؛

- التعهد بتغطية الإصدار تقوم المؤسسات المتخصصة بالإصدار بعملية الإكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية بصفتها وكيلا عن الجهة المصدرة؛

- إصدار شهادات الإكتتاب تقوم المؤسسات المتخصصة بالإصدار بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة.³

1-2-4- بيع وتوزيع الأوراق المالية الإسلامية وهي العملية النهائية التي يتم فيها بيع الأوراق المالية الإسلامية الجديدة، وتنتقل بموجبها ملكية هذه الأوراق إلى جمهور المكتتبين.

2- السوق الثانوية

تحتل السوق الثانوية مكانة هامة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم في إستمرار وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية، ويتضح ذلك من خلال ما يلي:

2-1-1- مفهوم السوق الثانوية

تسمى أيضا بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الإكتتاب فيها.¹ ويتم تداول هذه الأوراق بين حاملها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلا لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر، ويمكن تقسيم هذه السوق إلى نوعين:

2-1-1-1- سوق أوراق مالية إسلامية منظمة: "وهي سوق منظمة* تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي** بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".²

تمثل هذه السوق الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية الإسلامية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق (وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية)، حيث تضع الدولة قواعدا وشروطا معينة يجب على أي مؤسسة إستفاؤها حتى يتم قيد أسهمها وصكوكها فيها.

2-1-1-2- سوق أوراق مالية إسلامية غير منظمة وهي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظمة فلا يوجد لها مكان محدد لإجراء تلك المعاملات،³ هذه السوق تجمع بين السماسرة غير الأعضاء بالسوق المنظمة والمستثمرين (السوق الثالثة)، أو عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين (السوق الرابعة).

2-2- مهام ووظائف السوق الثانوية

إذا كانت السوق الأولية هي سوق الاستثمار الحقيقي، فإن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي، حيث تعمل في السوق الثانوية المؤسسات المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية.⁴

تقوم السوق الثانوية بإعادة بيع الأوراق المالية الإسلامية لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة.

كما تقوم أيضا بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أن من أهم مهام ووظائف السوق الثانوية هو توفير السيولة للإصدارات الأولية من الأوراق المالية، من خلال تسهيل تداول هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر متى ما رغب حاملها بذلك، وبالتالي فنجاح السوق الثانوية وزيادة نشاطها، يعطي للأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين مما ينعكس إيجاباً على السوق الأولية، لأن ذلك سيؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والإكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصة بشركات جديدة تؤسس لأول مرة، أو لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية.¹

المطلب الثالث: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

نظراً لطبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية التقليدية وما يشوبها من الحرام والشبهات، جاءت سوق الأوراق المالية الإسلامية بضوابط وقواعد مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية التي ضبقت المعاملات بأحكام وقواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين وللاقتصاد عامة، ويمكن ذكرها فيما يلي:

1- الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يلتزم المتعاملون في سوق الأوراق المالية الإسلامية بمراعاة ضوابط العمل الشرعية التي تعتبر نقطة الفصل بينها وبين سوق الأوراق المالية التقليدية، فإن لم تكن أعمالها خاضعة لنظم وضوابط شرعية فإنها ستفتح المجال للكسب الحرام.

وقد وضع الإسلام بسوق الأوراق المالية من الموازين ما يحقق لها الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية يمكن إيجازها في ما يلي:²

1-1- حرية المنافسة

تظهر هذه الحرية من خلال إلتقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها والتنافس المشروع بين المتعاملين في السوق، فالإسلام لا يتدخل بعرض السعر وإنما يعتمد على ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل، فضلا عن الضرر الذي قد يتعرض له أصحاب هذه المنتجات؛

1-2- الإفصاح

نظرا لإتساع نطاق الشركات وإنفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضروريات العصر في المعاملات المالية، ومن وسائله نذكر:

- نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة؛

- بيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق ومشاكله؛

- بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها وأساليب إتخاذ قرار ملائمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي.

إضافة إلى ما سبق، فإنه تحدد المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها، مع حماية أصحاب الأموال وإسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، تجدر الإشارة إلى أن الإسلام حرص حرصا بالغا على الإفصاح؛

1-3- تحريم الربا

منعت الشريعة الإسلامية الربا سواء في مجال البيوع أو الديون، إذ تعد فوائد القروض والسندات من الربا المحرم بأدلة من الكتاب والسنة وجمهور الفقهاء، لقوله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ * فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾¹. وعن جابر (رضي الله عنه) قال: لعن رسول الله (صلى الله عليه وسلم) آكل الربا وموكله وكتبه وشاهديه وقال: "هم سواء"²، ويظهر الربا واضحا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالإقتراض من البنوك، كأن يكون نسبة من قيمة الأوراق المالية وهو ما يسمى بالشراء بالهامش؛

1-4- تحريم النجش

يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، وإستغلال الظواهر النفسية* لجمهور المتعاملين في السوق، والإسلام يرفض هذا النوع من الخداع؛

1-5- تحريم الإحتكار

فالإحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر من خلال العمليات التي يقوم بها المضاربون وذلك عن طريق جمع وحبس الصكوك، ثم التحكم في السوق وإستغلال حاجة المتعاملين بالسوق، وهو مناف للمنافسة الحقيقية التي لا يشوبها غرر، جهالة، تدليس، مضاربة أو أي صورة من صور أكل أموال الناس بالباطل، فهو يضعف المنافسة كما يؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة من الناس، وقد حارب الإسلام الإحتكار وجعله محرماً؛

1-6- تحريم الغرر

يظهر الغرر من خلال العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية دون إحضار للأوراق المالية موضوع التداول، بهدف الحصول على فروق الأسعار، ولالإشارة فإن الغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة أو خداع والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، فقد نهى النبي (صلى الله عليه وسلم) عن بيع الحصاة وبيع الغرر؛

1-7- تحريم القمار (الميسر)

يبدأ القمار من النشاطات الرئيسية في سوق الأوراق المالية والذي يتحول العمل فيها بفعل سلوك المقامرين** من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يأجل فيها كلا من طرفي المعاوضة (الثمن والمثمن)، سعياً وراء إنتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح خسروا، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة.

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي

إن من أهم صور الأضرار الموجودة في سوق الأوراق المالية التقليدية البيوع الصورية*** وإتفاقيات التلاعب**** في الأسعار، حيث تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق، فيقومون بشراء

الأوراق المالية وبيعها ليس لغرض الاستثمار أو الربح ولكن لغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول إحتكارية في هذه الأسواق، غير أن في سوق الأوراق المالية الإسلامية لا يوجد مثل هذه المضاربات، لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، وهذا ما تؤكد صيغ التمويل الإسلامية والمتمثلة أساسا في المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود.¹

3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية

إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد، أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في سوق الأوراق المالية الإسلامية.²

المطلب الرابع: الرقابة القانونية والشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في العديد من النواحي، وأبرزها الناحية الشرعية، لذلك فهي تحتاج إلى وجود رقابة قانونية وهيئة إدارة وهيئة شرعية تنظم عملها وتميزها عن الأسواق الوضعية في مجال الأوراق المالية.

1- الرقابة القانونية

عادة ما تتدخل الدولة في تنظيم سوق الأوراق المالية، وذلك نظرا لأهميتها ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، وذلك من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، لدى فهي بحاجة لرقابة شديدة لمنع إستخدامها في إبتزاز أموال الناس.

الرقابة القانونية هي الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى، لها الحق في التعرف على سير العمل داخل السوق للتأكد من حسن إستخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، وأن الإجراءات تحصل طبقا للنظم المعمول بها، والتأكد من مدى تحقق الأهداف المشروعة بكفاءة، بغرض المحافظة على الأموال والتأكد من

سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء، والكشف عن المخالفات والانحرافات والبحث في الأسباب التي أدت إلى حدوثها وإقترح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً.¹

تعتبر الرقابة القانونية رقابة جديدة على الفقه الإسلامي وعلى شريعتنا، ولكنها تدخل في الحسبة* ومهمة المحتسب وهي مراقبة الأسواق ومنع التلاعب والممارسات المحظورة شرعاً، كتنقل الإشاعات والترويج للمحرمات، إضافة إلى منع التعامل بالبيوع الفاسدة؛.. إلخ.²

تؤدي الرقابة القانونية في مجال سوق الأوراق المالية الإسلامية مجموعة من الوظائف، من بينها:³

- تنظيم حركة البيع والشراء في الأسواق وإصدار القوانين التجارية والمالية؛
- تنظيم و تقنين حركة السماسرة والدلالين وأرباب الصناعات ومراقبة المنتجات المالية؛
- تنظيم الأسعار ومحاربة أي شكل من أشكال الإحتكار؛
- محاربة ومعاينة المتعاملين الذين يمارسون البيوع الفاسدة والمحرمة كعقود الربا، والغرر والتدليس في الأثمان.

2- الرقابة التنظيمية

الرقابة التنظيمية هي وضع الأطر والتنظيمات الواجب إتباعها لمنع التلاعب والغش والحد من العمليات غير المشروعة، وقد تكون هذه التنظيمات عبارة عن قوانين أو لوائح أو قرارات إدارية صادرة من رئيس هيئة إدارة سوق الأوراق المالية.⁴

تتولى إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة أهمها:

2-1- الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية

تتكون من الأعضاء العاملين في السوق (السماسرة)، والأعضاء المنضمين المتمثلين في البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامية ومؤسسات ترويج الإكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق.⁵

تختص الجمعية بالمهام التالية:¹

- إنتخاب مجلس إدارة السوق؛
- الإطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام؛
- دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق؛
- المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات.

2-2- لجنة السوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة)

- تتكون لجنة السوق المالية الإسلامية من مجموعة من الأعضاء يتم إنتخابهم ومجموعة من ذوي الإختصاص والخبرة في مجال السوق المالية الإسلامية يتم تعيينهم،² حيث تصدر القرارات بأغلبية الأصوات، فإذا تساوت الأصوات يتم ترجيح الطرف الذي منه الرئيس. وتختص هذه اللجنة بالمهام التالية:³
- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة المتعاملين فيها، وضمان حسن سير وسمعة السوق؛
 - تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل في السوق، ومراقبة ومتابعة مدى إلتزام الأعضاء بها؛
 - الإشراف على الأسعار، كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها؛
 - قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء؛
 - قبول الأوراق المالية المتداولة في السوق أو رفضها في حالة عدم إستيفائها للشروط المعلن عنها؛
 - قبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق.

2-3- الرقابة الشرعية

وتعني التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال متابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي يقوم بها الأفراد والجماعات والمؤسسات والوحدات وغيرها، للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية.¹

للرقابة الشرعية وظائف تؤديها في مجال تنظيم أسواق الأوراق المالية الإسلامية، من أهمها:²

- مراقبة أنشطة السوق والتأكد من أن المعاملات تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال دراسة وتحليل الأدوات المالية القائمة في الأسواق التقليدية والعمل على تكيفها وفق أحكام الشريعة، خاصة بالنسبة للأدوات الاستثمارية التي تتعارض مع أحكام الشريعة مثل الأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأدوات التقليدية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة؛

- العمل بالتعاون مع هيئة إدارة السوق على تطوير موارد السوق وأدواته وفقاً للشريعة، وذلك من خلال إستحداث أدوات مالية شرعية جديدة بديلة للأدوات المحرمة والمتداولة في الأسواق التقليدية مثل السندات وغيرها؛

- تعتبر هيئة الرقابة الشرعية مركزاً للإستشارة والمراجعة لهيئة إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما أنها مسؤولة عن تقديم النصيحة المباشرة للمستثمرين المسلمين، لاسيما مساعدتهم على إتخاذ القرارات الاستثمارية؛

- تعتبر هيئة الرقابة الشرعية الجهة الوحيدة المكلفة بإصدار القرارات فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية في الأسواق؛

- الرد على الأسئلة والإستفسارات المطروحة والتي لها علاقة بالسوق، لاسيما الأحكام الفقهية، إضافة إلى الرد على الأسئلة الواردة من أعضاء هيئة الإدارة أو الموظفين في السوق.

المطلب الخامس: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. ومن ثم، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة، ويشترط في سوق الأوراق المالية أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل قاعة

التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وفقاً لأسلوب التداول المتفق عليه، وعبر أوامر يتم إصدارها من طرف المستثمر.

1- أوامر سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية. ويقصد بأمر السوق التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له من سوق الأوراق المالية بعض الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي يعينها له.¹

تدخل أوامر سوق الأوراق المالية تحت باب الوكالة، فالوكالة تصح مطلقة أو مقيدة، وقد يكون القيد بالشراء أو البيع في زمان معين، أو سلعة معينة، أو بثمان معين أو من شخص معين، وعلى ذلك تكون أوامر السوق بجميع أشكالها وأنواعها جائزاً شرعاً مادامت السلعة موضوع التعامل مشروعة.²

وبما أن أوامر السوق تدخل في نطاق التنظيم الإداري للبورصة، فإنه لا شيء يثار حول هذه الأوامر، وإن كان الأصل طبقاً للقواعد العامة أن كل مكلف رشيد له حق التعاقد المباح للأهلية والخبرة التي يتمتع بها، إلا أن قانون سوق الأوراق المالية قد إستثنى قيام السماسرة (الوكلاء) بالقيام لحسابهم أو لحساب أحد أقاربهم عقد الصفقات، وهذا لضمان الحيادية التامة في هذه العقود، وهذا الإستثناء لا يتخالف مع نصوص الشرع بإعتبار هذا الإستثناء يحقق المصلحة العامة وهي الحفاظ على سلامة المعاملات في البورصة.³

2- تسعير الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتم عملية التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء بأكثر من تقنية*، وأبرزها ما يلي:⁴

2-1- التسعير بالمناداة

يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات (الوسطاء) في قاعة التداول وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، مستعملين إشارات اليد، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم عند الشراء وعمودياً عند البيع، وذلك حتى يتم التوازن المطلوب.

2-2- التسعير بالإعراض أو المقارنة

بمقتضى هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية، مختلف عروض البيع وطلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشرائه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

2-3- التسعير بالصندوق

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية (البورصة) كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ومن ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

يعتمد نظام تسعير في سوق الأوراق المالية عادة لقانون العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة الإسلامية، على أن يسود هذا السوق المنافسة المشروعة بين المتعاملين، والإبتعاد عن جميع أوجه الإحتكار المحرم شرعاً، والذي يؤثر سلباً على المستوى العام للأسعار في السوق المالي، والأصل في الإسلام عدم تدخل أي سلطة في تحديد أسعار السلع والخدمات والأوراق المالية في الأوضاع الطبيعية والعادية المعروفة، فكل شخص مسؤول على أمواله، والتسعير ححر عليه، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على إستخراج السعر الملائم والصحيح، بهدف منع الضرر، وتحقيقاً للمصلحة العامة.¹

تجدر الإشارة إلى أنه عندما تطرأ ظروف إستثنائية تؤثر سلباً على قوى العرض والطلب، مما ترتفع أسعار الأوراق المالية بشكل غير طبعي بسبب تأثيرها بعوامل أخرى غير موضوعية كعمليات التناجش والبيع الصوري والإشاعات أو ترويح معلومات مغالطة مما يدفع أسعار الأوراق المالية إلى المستويات عالية جداً، قد تؤدي إلى

خلق أزمة اقتصادية أو إستفاداة طبقة صغيرة جدا بشكل كبير ومفاجئ وغير طبيعي، تتدخل السلطة في تحديد أسعار الأوراق المالية بتدبير إجتهادي يستخدم من غير أضرار ولا تعسف لتحقيق المصلحة العامة.¹

3- عقود المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بموجب عقود تحكمها أنظمة وقوانين، وتنقسم هذه العقود حسب المجال الزمني إلى عقود عاجلة يتم فيها تسليم الثمن والمثمن في نهاية العملية مباشرة أو بعد مدة زمنية قصيرة، وعقود آجلة يتم فيها تأخير الثمن أو المثمن أو الإثنين معا لتاريخ لاحق بعيد نوعا ما عن تاريخ عقد الصفقة.

3-1- عقود المعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

وهي المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة، وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك السهم -الراغب في البيع- بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل إبرام الصفقة، وهو ما تشترطه بعض الأسواق، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، وفي كلا الحالتين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري. ونفس الحال بالنسبة للثمن.²

تجدر الإشارة إلى أن العقود العاجلة قد تضم الشراء بكامل الثمن*، والذي حكمه الجواز بالإجماع كحكم البيع ما دامت الأدوات محل العقد والغرض** من العقد جائزا،³ كما تضم الشراء بجزء من الثمن*** والبيع القصير**** وهما عقود غير جائزة.⁴

3-2- عقود المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

عقود المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية هي عقود بيع، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمنها، عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المبيعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية.¹ ومن هنا يمكن تعريفها بأنها بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، أي بيع مؤجل بمؤجل.

كما سبق فإن، عقود المعاملات الآجلة كما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية محرمة شرعاً،² والبديل الشرعي هو عقد البيع بأجل*، وعقد السلم**.

4- التسوية والمقاصة ونقل الملكية

يقصد بالتسوية إتخاذ كافة الإجراءات المتعلقة بتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع، وتسليم ثمنها من قبل وسيط المشتري، بما في ذلك التأكد من سلامة هذه الأوراق من الغش ونحوه، وعدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن أو غيره، وهو أمر مطلوب شرعاً، إذ أن ذلك مقتضى عقد البيع، والمقصود الأعظم منه؛ حيث يرتب عقد البيع إنتقال ملكية المبيع إلى المشتري، وإنتقال ملكية الثمن إلى البائع، وأما الإجراءات المتبعة في الأسواق المختلفة لتحقيق ذلك، فهي أمور تخضع لتقدير الجهات المسؤولة عن تلك الأسواق، بالنظر إلى ما ينبغي إتخاذه من إحتياطات، للتأكد من سلامة الأوراق من الغش والتزوير، وضمان حقوق كل من طرفي العقد، والضابط في ذلك مراعاة مصلحة المتعاقدين، بحيث يتخذ من الإجراءات ما يمكن كلاً من طرفي العقد من الحصول على حقوقه تجاه الطرف الآخر، دون إبطاء أو تأخير.³

يقصد بالمقاصة إسقاط كل واحد من الوطاء ما له من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من الدين، حيث تنشأ علاقة الدين عادة في المبادلات التي تتم بين الوطاء، يكون فيها كل منهم أو بعضهم دائناً لأحد الوطاء ومديناً له، وذلك لأنه لا يتم تسديد الثمن بمجرد إتمام الصفقة، مما يتم تسوية الصفقة بين الوطاء من الناحية المالية عن طريق المقاصة بين الدينين (ما للوسيط وما عليه) إذا كانا متساويين، أما إذا كان أحد الدينين أكثر من الآخر، فإن المقاصة تتم بين الدينين بقدر أقلهما، ويقوم صاحب الدين الأقل بدفع الفاضل إلى الوسيط الآخر.⁴

والمقاصة إما أن تكون في الأثمان، أو في غيرها، فبالنسبة للمقاصة في الأثمان، فهي لا تخلو من إحدى حالتين؛ إما أن يكون الدينان من جنس واحد، أو من جنسين مختلفين، وفي كل من هاتين الحالتين خلاف، حيث يرى الدكتور مبارك بن سليمان آل فواز، جواز المقاصة في الأثمان، سواء كانا من جنس واحد أو من جنسين، حالّين أو مؤجلين، أو أحدهما حالاً والآخر مؤجلاً؛ لأنهما إن كانا حالّين من جنس واحد، فلا معنى لقبض أحدهما دينه من الآخر، ثم رده إليه، وإن كانا من جنسين، فهي مصارفة لم يوجد فيها محذور الربا، وهو النسبة أو التفرق قبل القبض، لأن ما في ذمة كل واحد منهما مقبوض له. وإن كانا مؤجلين، فقد رضي كل منهما بتعجيل ما عليه، من غير أن يترتب على ذلك محذور شرعي، فكان ذلك جائزاً، لأن الحق لهما لا يعدوهما، فإذا رضي كل منهما أداء ما عليه قبل حلول أجله كان له ذلك، وبالإضافة كذلك يقال إذا كان أحدهما حالاً، والآخر مؤجلاً، فإذا رضي من عليه الدين المؤجل أن يعجله؛ ليكون مقاصة بما له في ذمة الآخر كان له ذلك.

يقصد بنقل الملكية تحويل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري، إما عن طريق تدوين إسم المشتري على شهادة الأسهم في المكان المخصص لذلك، وإما بإصدار شهادة جديدة بإسم المشتري، وإما بإصدار إشعار ملكية يصدر بإسم المشتري، وإما بقيد ذلك في حساب للأسهم يفتحه المستثمر لدى إحدى مؤسسات الوساطة أو نحوها. فمن الناحية الشرعية ليس هناك ما يمنع من إثبات ملكية الأسهم بأي من الطرق المذكورة، بل إن ذلك أمر مطلوب شرعاً، لأن السهم يمثل الحصة الشائعة في الشركة، وما الشهادات والإشعارات والحسابات إلا وسائل لإثبات ملكية المساهم لأسهمه، والوسائل لها أحكام المقاصد، ولما كان المقصود بإثبات الملكية حفظ الحقوق وصيانتها من الضياع، وقطع سبل النزاع والشقاق، كان ذلك أمراً مندوباً إليه شرعاً،¹ لعموم الأدلة على مشروعية التوثيق، كقوله تعالى يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ.²

المبحث الثاني: الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقيق أهدافها، وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، وجود أطر مؤسسية تعمل مع بعضها البعض في ظل النظام الإسلامي، إذ تشكل تلك الأطر الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، فتطوير هذه الركائز يعني تطور هذه السوق وإزدهارها، وطالما أن المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة، فهي تقوم بدور فعال في إحداث التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية فيما بينها. وفيما يلي سيتم توضيح وإختصار الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي

يعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم ركائز سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث أنه يؤدي العديد من الوظائف والمهام التي تساهم في إقامة وتطوير هذه السوق، ومن أهم مؤسساته ما يلي:

1- المصرف المركزي الإسلامي

يقع في قمة هرم النظام المصرفي الإسلامي في أي بلد،¹ ويعرف بأنه "مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي"²، وبذلك فهي تمارس الإشراف على غيرها من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في الدولة، إذ أنها تتمتع بسلطات وصلاحيات واسعة ومهمة في مجال الاستثمار والتمويل، وتنظيم النشاط المالي والمصرفي والاستثماري في البلد.³

ترتبط سوق الأوراق المالية الإسلامية بعلاقة حميمة مع المصرف المركزي الإسلامي، هذا الأخير يتولى وظائف مهمة وحساسة في سلم الوظائف المالية، ولعل من أهمها الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية، فهو الذي يمنع الترخيص لأنواع الشركات والمؤسسات المالية المختلفة، إذ أنه يحدد مفهوم الشركات، وأنواعها وإختصاصاتها، ويحدد الجزاءات التي توقع عليها في حالة المخالفة.⁴

ومن هنا فإن هذه العلاقة تجعل من المصرف المركزي الإسلامي صاحب سلطة عليا على الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية، حيث يشرف عليها ويراقب أعمالها ونشاطها، ويحدد الصكوك والأدوات المالية التي تقوم ببيعها واستثمارها، كما يحدد الضوابط الشرعية التي تختص بها وتميزها عن غيرها من الأسواق والشركات

التقليدية، فضلا عن ذلك فإنه يلزم بضرورة وجود هيئة رقابة شرعية وتدقيق شرعي يدقق في مدى شرعية كل الأعمال والنشاطات التي تقوم بها المؤسسات.

2- المصارف الإسلامية

تحتل المصارف الإسلامية منزلة مهمة، ولها دور بارز في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، عن طريق ترويج الأدوات المالية المتنوعة وتسويقها وفتح قنوات استثمارية جديدة وغيرها من المهام، إذ تتجه المصارف الإسلامية نحو توفير التمويل اللازم للنشاطات الاقتصادية الأكثر أهمية للمجتمع بصورة عامة وإنعكاس ذلك على تنمية القطاعات الاقتصادية وتطويرها في شتى المجالات، وبالشكل الذي يقود إلى تطوير الاقتصاد الوطني وتنميته.

تعرف المصارف الإسلامية على أنها: "مؤسسة نقدية مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها"¹، فهي بذلك تقوم بجذب رأس المال الذي يكون مكتنزا وغير مستثمر لاستثماره ومنح صاحبه ربحاً عن طريق معاملات نمووية اقتصادية وإجتماعية تعود بالفائدة الحقيقية على الجميع.

تقدم المصارف الإسلامية خدماتها المعرفية والاستثمارية طبقاً لأسلوب الوساطة المالية القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة "الغنم بالغرم"، حيث تعد المشاركة القاعدة الرئيسية التي تعتمد عليها المصارف في تعاملها مع عملائها، وهي ما يميزها عن غيرها من المصارف، حيث أخرجت العميل من دائرة المديونية إلى دائرة المشاركة.

تقوم المصارف الإسلامية بدور بارز في إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:²

- إحداث وترويج أدوات مالية متطورة وحديثة تستطيع تلبية طموحات المتعاملين والمستثمرين في هذه المصارف؛
- إقامة بيوت وصناديق الاستثمار وتأسيس شركات الوساطة.

فضلا عن هذا، وكون أن المصارف الإسلامية تتولى إصدار الأوراق المالية الإسلامية لأول مرة وتصرفها، فهي تؤدي دوراً هاماً في عملية تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية، من خلال تقديم النصح والمشورة والمساعدة في تسجيل الوثائق؛.. إلخ.*

المطلب الثاني: شركات السمسرة وصناع السوق

تمارس شركات السمسرة وصناع السوق دور الوساطة في تداول الأوراق المالية الإسلامية، في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وفيما يلي توضيح أهمية ما سبق من خلال:

1- شركات السمسرة والخدمات المالية

تقوم شركات السمسرة والخدمات المالية بدور حيوي ومهم في سوق الأوراق المالية الإسلامية، إذ يدور مفهوم السمسار حول الأشخاص العاديين (طبيعيين) أو شركات ومؤسسات (معنوية قانونية) لهم دراية في شؤون البورصة وحركة الأوراق المالية، وموكلون من طرف المستثمرين للقيام بالبيع والشراء من أجل جني الأرباح.

تقوم شركات السمسرة بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في سوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية، في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء، وطبقا للقوانين والتعليمات المنظمة لذلك نظير عمولة يتم الإتفاق عليها.¹

يحق للسمسار أن يمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة أشخاص أو شركة عامة غير محدودة المسؤولية، إذ أنه يمتلك مؤهلات محددة ومواصفات معينة، يتلقى الأوامر من العملاء بالبيع والشراء ويقوم بمساعدة معاونيه بتنفيذها لهم داخل المقصورة مقابل عمولة محددة في اللوائح التنظيمية.²

تقدم السمسرة وظائف لسوق الأوراق المالية الإسلامية متمثلة في المشورة والنصح للعملاء في نشاط السوق، وكذا إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل إسم الشريك الجديد، مع الإكتتاب في الشركات الجديدة نيابة عن العملاء، وإتمام الصفقة بشكل قانوني ومرض للعميل، فضلا عن هذا فهي تعمل على حفظ أسرار العملاء.³

من خلال ما سبق، يتبين أن السمسرة تعنى التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه، ومن هذا المنطلق فإن عمل السمسار في سوق الأوراق المالية الإسلامية قد يدخل في باب الوكالة بأجر، أو يكون عامل جعالة، كما يمكن أن يكون السمسار أجيورا، وهذا حسب الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين.

2- صناع السوق في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تظهر أهمية وجود صناع السوق في سوق الأوراق المالية خاصة عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والممارسات الأخلاقية، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها، ومن هنا تبرز الأهمية البالغة لصناع السوق في عملية المحافظة على أسعار وحجم التعامل داخل سوق الأوراق المالية.

صناع السوق هم أشخاص مرخص لهم من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة، حيث يحتفظون بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقومون بالشراء والبيع إما لحسابهم الخاص، وإما لصالح عملائهم من الوسطاء والسماسرة وغيرهم، ويلتزم صناع السوق بشروط وضوابط معينة، الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات، ومن ذلك لا يقوم صناع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.¹

من خلال ما ورد، هناك شروط لا بد من توفرها في صانع السوق:

- أن صانع السوق جزء من عملية التداول؛
- أن يكون متواجداً على مدى طويل؛
- أن تكون لديه القدرة على تأمين كمية الأسهم المطلوبة؛
- إضافة إلى أن يكون لديه نظاماً إشرافياً وتنفيذياً؛
- عبارة عن مؤسسات مالية قوية ومتعهدة ومستعدة للشراء والبيع؛
- يجب أن تكون علاقة صناع السوق عكسية مع اتجاه السوق، وذلك لأن صناعة السوق هي إحداث إستقرار واضح للسوق.

مما تقدم يتضح أن صناع السوق يقومون بعدد من الأعمال متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مادامت الأوراق المالية قيد التعامل إسلامية.

المطلب الثالث: شركات الاستثمار الإسلامي

تؤدي شركات الاستثمار الإسلامية دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال تجميع المدخرات وتكوين محافظ للأوراق المالية الإسلامية وإدارتها من طرف جهة متخصصة في بناء وإدارة المحافظ أو صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعرف شركات الاستثمار الإسلامية بأنها شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في محافظ (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في المحفظة التي يستثمر فيها أمواله، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل المحفظة، بل حقه يتمثل فقط في حصة في المحفظة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تداول على ذلك.¹

تشكل شركات الاستثمار عدداً من الصناديق الاستثمارية الإسلامية يدير كل منها فريق إدارة مستقل، إذ تقوم هذه الصناديق بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين وبصفة خاصة صغارهم، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل.²

تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها تلك الصناديق التي تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.³

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة خصائص نذكر منها:⁴

- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والقرارات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛
- يلتزم الصندوق بالقوانين والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على هذه الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته؛

- يبنى التعامل على فكرة المضاربة الشرعية من قبل أصحاب الأموال الذين يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة؛
- يعتبر الصندوق مؤسسة لها صفة قانونية بشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسب مستقل، كونها لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، لذلك فهذه السمة جائزة شرعاً؛
- يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد وكالة أو عقد عمل أو أي عقود مستحدثة تعمل في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛
- يحق للمشاركين في الصندوق إسترداد قيمة أسهمهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الإستمرار لمدد مختلفة، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل تسوية خروج من يرغب من المشاركين؛
- تعدد أطراف الصندوق (المؤسسين والمشاركين المسوقين وأمناء الاستثمار والإدارة) ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وتوزع العوائد بين هذه الأطراف وفقاً لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسرة.
- يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس تشكيلة الأدوات الإسلامية المكونة لها كما يلي:

1- صناديق الأسهم الإسلامية

هي تلك الصناديق التي تستثمر محصلاتها في أسهم الشركات المساهمة وتوزع العائدات على شكل مكاسب رأسمالية وحصص وأرباح على أساس التناسب بين المستثمرين،¹ وظهرت هذه الصناديق إستجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون للحصول على الدخل الحلال.

2- صناديق السلم بالسلع

يعد عقد السلم من الصيغ الهامة التي تطبقها هذه الصناديق، ويقصد به بيع آجل بعاجل يتم تسليمه في آجل لاحق، ويمثل بيع شيء يسلم فيه المبلغ عند التعاقد بسلعة يؤجل تسليمها في المستقبل،² ويتمثل نشاط صناديق السلم بالسلع في شراء السلع نقداً مع تأجيل الإستسلام ثم بيعها بالأجل، حيث تستخدم أموال الإكتتاب في شراء سلع مختلفة بغية إعادة بيعها وتوزع الأرباح الناتجة عن البيع على المكتتبين.³

3- صناديق الإجارة

يقصد بعقد الإجارة ذلك العقد اللازم على منفعة مقصودة قابلة للبدل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم، والإجارة المذكورة صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة، وفي إطار صيغة تمويلية تسمح بالتسيير على الراغب في إقتناء أصل رأسمالي ولا يملك مجمل الثمن فوراً.¹

ومنه تعرف صناديق الإجارة على أنها تلك الصناديق التي تقوم بإستخدام الأموال المكتتبه في شراء الأصول أو تأجيلها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة، بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق، كما يتم تحصيل الإجازات التي تعد مصدر دخله من المستخدمين للأصول، وتوزع بالنسب على المكتتبين، إذ يحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق.²

4- صناديق الإستصناع

عقد الإستصناع هو ذلك الإتفاق الذي يتعهد بموجبه أحد الأطراف بصناعة عين غير موجودة أصلاً، وفقاً للمواصفات التي يتم تحديدها بموجب مقابل دفع مبلغ معلوم ثمناً للعين المصنوعة.³ ويتم التعامل بهذا الأسلوب على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع وما يتميز به من خصائص عدة غير متوافرة في غيره، لذلك تتعامل صناديق الإستصناع بهذه الصيغة.

5- صناديق المراهجة

يقصد بعقد المراهجة البيع برأس المال وريح معلوم، والريح في بيع المراهجة إما أن يكون مسمى على جملة الثمن أو مسمى بالنسبة لأجزاء الثمن.⁴

تعرف صناديق المراهجة بأنها تلك الصناديق التي تقوم فكرتها على إمكانية الإستفادة من الأرباح التي تحقق من تجارة السلع، وذلك من خلال استثمار أموال المستثمرين في هذا المجال، كما تتأسس العلاقة بين المستثمرين وإدارة الصندوق على أساس عقد الوكالة، ففي ضوء هذا التكليف يقوم الصندوق بالتعاقد مع بعض الشركات المتخصصة في تجارة السلع، كما تتم عمليات الشراء عن طريق قيامه مباشرة أو عن طريق إدارته في الخارج التي قام

بإنشائها بتلقي طلبات العملاء للسلع التي يرغبون فيها فيوكلهم بشرائها ويحول لهم ثمن الشراء، كما يوكلهم ببيعها لغيرهم مراجعة طبقاً لهامش الربح وأجل التسديد المتفق عليه بين الطرفين.¹

6- صناديق المضاربة

يقصد بعقد المضاربة الإتفاق الذي يتم بموجبه إشترك طرفين يسهم أحدهما بالمال والآخر بالعمل، وتكون أرباح ممارسة العمل أو نشاط المضاربة بينهما حسب إتفاقهما.²

تقوم صناديق المضاربة بتنظيم محافظ استثمارية لتفي بإحتياجات عملائها الذين يرغبون في استثمار أموالهم عن طريق عقد المضاربة، لذلك فإن الأساس الشرعي التعاقدية هنا يكمن في تلك الإتفاقية التي يكون فيها المستثمرون هم رب المال وإدارة الخدمات الإسلامية هي المضارب، مع إمكانية أن يقدم المستثمر الواحد رؤوس أموال متعددة تستخدم في مضاربات مستقلة.³

7- الصناديق المختلطة

هي تلك الصناديق التي توظف أموال للإكتتاب في أنواع مختلفة من الاستثمارات مثل الأسهم، الإجارة والسلع وسواها، وللإتجار في الصناديق المختلطة يجب أن تكون الأسهم الملموسة أكثر من 51 بالمائة، في حين تقل الأصول السائلة والديون عن 50 بالمائة.⁴

من خلال ما سبق، فإن أهمية الاستثمار في أسهم شركات الاستثمار الإسلامية تكمن في المزايا التي تحققها والمتمثلة في الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة والملمة بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت، إضافة إلى تخفيض درجة المخاطر نتيجة لتنوع المحفظة التي تتكون منها صناديق الاستثمار الإسلامي، هذه الأخير توفر المرونة والملائمة للمستثمرين وتمنح لهم الحق في تحويل استثماراتهم من صندوق إلى آخر مقابل عمولة ضئيلة، وتزودهم بخدمات متنوعة، فضلاً عن هذا فهي تنشط سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين.

المطلب الرابع: شركات التأمين الإسلامية ووكالات التصنيف الائتماني

تعمل شركات التأمين الإسلامية بجانب سوق الأوراق المالية الإسلامية لغرض حماية أموال المستثمرين في الأوراق المالية، لذلك فإن شركات التأمين التكافلي تعتبر من عوامل الجذب الأساسية للأفراد والمستثمرين

للاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما تقوم ووكالات التصنيف الائتماني بدور أساسي في مساعدة المستثمرين في إتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية.

1- شركات التأمين الإسلامية

تعد شركات التأمين من الشركات الوسيطة المهمة التي تعمل في إطار النظام المالي التقليدي، حيث تقوم بتقديم خدمة التأمين لمن يطلبها لتخفيض المخاطر المحتملة التي قد يتعرض لها المؤمن له أو أي شيء يملكه، إضافة إلى الدور المالي لشركة التأمين بوصفها شركة وساطة مالية يتمثل دورها في حشد المدخرات وإعادة تشغيلها في الاقتصاد.

تقوم شركات التأمين في النظام المالي الإسلامي بالدور التقليدي نفسه، غير أن طبيعة العلاقة بين المؤمنون تكون مختلفة في شركات التأمين الإسلامية عنها في تلك التقليدية، فالقسط الذي يدفعه المستأمن لا يدخل في ملك الشركة نهائياً، بحيث لا يسترد منه شيء (كما في التأمين التقليدي) بل يعتبر في شركة التأمين الإسلامي مشتركاً مع غيره من المؤمن لهم لدى الشركة على أساس تعاوي "تكافلي"¹.

يعرف التأمين التكافلي بأنه تعاون بين مجموعة من الأشخاص يسمون (هيئة المشتركين)، يتعرضون لخطر أو أخطار معينة،² ويتحملونها جميعاً من خلال التبرع والإلتزام بالشرع، من أجل تفتيت المخاطر فيما بينهم.³

للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، أسس المساهمون شركات التأمين التكافلي، هذه الأخيرة تعمل على تأمين كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر.⁴

من خلال ما سبق، فإن العلاقة الأساسية بين المشتركين والمؤسسين تتمثل فيما يلي:⁵

- وكالة بأجر معلوم تتقاضاه الشركة نظير قيامها بأعمال التأمين لصالح المشتركين، وتصرفها في الأموال؛
- مضاربة بحصة معلومة من الربح مقابل قيام الشركة باستثمار أموال المشتركين.

2- وكالات التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور مهم وحيوي في سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولها دور أساسي في مساعدة المستثمرين في إتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية.

يقصد بالتصنيف الائتماني تقييم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزامها تجاه الآخرين وقوة ملاءمتها المالية.¹

تعمل شركات التصنيف الائتماني وفق ميثاق شرعي خاص ورقابي، وتقوم بإصدار تصنيف (مقياس حربي للجدارة الائتمانية)، يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، وإصداراتها من الأوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الإستحقاق.²

للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية والصكوك، تم إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، لغرض تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية الإسلامية والصكوك لمستخدميها من المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم.³

المطلب الخامس: مؤسسات مالية رديفة

تمارس هذه المؤسسات أنشطة ضرورية ومحركة لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وبالرغم من وجود المؤسسات السالفة الذكر والمهمة لإقامة وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، إلا أنه ينبغي أن تدعم بمؤسسات مالية رديفة لتقدم الإستشارات المالية وإدارة الأموال والرقابة المالية، إضافة إلى المؤسسات المالية غير الربحية، ومن أهم هذه المؤسسات نجد:⁴

1- المؤسسات المالية غير المصرفية

تقدم هذه المؤسسات خدمات مثل إدارة الاستثمار للمدخرين والمستثمرين، كما يمكن أن تؤدي دوراً آخر كمؤسسات استثمار تدير صناديق استثمارية مختلفة على أساس الشريعة الإسلامية، بحيث تعمل إلى جانب

المصارف في مساعدة المستثمرين على تحقيق التنوع اللازم في استثماراتهم للتقليل من مخاطر الاستثمار وتحقيق العوائد المجزية.

2- شركات الإستشارات المالية

تقوم تقديم خدماتها الإستشارية بخصوص دراسات الجدوى لمشاريع المشاركة والمضاربة المرشحة للاستثمار فيها، وذلك عن طريق قيام هذه المؤسسات بجمع المعلومات من السوق ومعالجتها وتقديمها لمن يطلبها مقابل أجر أو سعر.

3- هيئة التأمين على الودائع المصرفية

يقوم أصحاب الحسابات الجارية بالتأمين ضد خسارة بعض ودائعهم أو كلها في حالات العسر أو الخسائر التي قد تتعرض لها المصارف، وتتميز خدمات هيئة التأمين على الودائع الجارية بأنها تحدث حالة من الطمأنينة لدى المودعين بدل حالة التخوف التي تجعلهم يجمعون عن الإيداع في المصارف وتدفعهم نحو إكتناز الأموال، حيث أن خدمة التأمين لا تشمل الودائع الاستثمارية التي تشارك في الربح والخسارة لأن ذلك يشكل إخلالاً بمبدأ المشاركة.

4- مؤسسات إئتمان واستثمار غير ربحية

وهي مؤسسات مالية مخصصة لتقديم الدعم المالي بالمشاركة مع أصحاب المشاريع الزراعية والصناعية، ودعم قطاع التصدير، كما قد توجه لتمويل الإسكان الشخصي، وذلك بشروط ميسرة سواء من خلال إعطاء حصة ربح للمستثمر أكثر من تلك التي تعطى المصارف الأخرى، أم بنسب مرابحة منخفضة، أم بأقساط إيجاريه ميسرة تتناسب مع دخل الشخص الذي يرغب في توفير سكن شخصي له ولعائلته.

5- مؤسسات مالية أخرى مساندة

من أهمها مؤسسات الزكاة وإدارة الأوقاف التي تسهم بشكل فعال في تسيير دفة الاقتصاد وتساند التوجهات الاقتصادية والسياسة المالية والنقدية، ومن جانب آخر وعلى المستوى الدولي ظهر العديد من الأطر المؤسسية التي تعمل كمؤسسات مالية رديفة للمؤسسات المالية الإسلامية حول العالم، وذلك لتحقيق نوع من القبول العالمي للتمويل الإسلامي ومؤسساته، وتحقيق التناسق في الأساليب والأدوات المالية المستخدمة في

المؤسسات المالية الإسلامية، إضافة إلى توحيد المعايير المحاسبية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، إضافة إلى الدور المأمول من هذه المؤسسات في إقامة أسواق مالية إسلامية على مستوى العالم، ومن أهم هذه المؤسسات:¹

5-1- البنك الإسلامي للتنمية

يعتبر المؤسسة المالية الإسلامية الدولية الأم، إذ يمارس هذا البنك مهامه منذ سنة 1973 من خلال المؤسسات المختلفة التابعة له والتي تتنوع ما بين التمويل والتنمية والتدريب، إضافة إلى دوره الأساسي في إنشاء الكثير من المؤسسات المالية الإسلامية المتخصصة.

5-2- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

هي مؤسسة حديثة أنشئت سنة 1992، بهدف توحيد المعايير المحاسبية والشرعية المستخدمة في المؤسسات المالية الإسلامية في قياس نتائج الأعمال والإفصاح عنها في المصارف الإسلامية.

5-3- الوكالة الإسلامية الدولية للتقييم الائتماني

نظرا لأهمية التقييم الخارجي في إمداد المعلومات عن نشاط الشركات للأطراف التي ترغب في شراء الأدوات المالية التي تصدرها، كان التفكير في إنشاء هذه المؤسسة لدعم البنية التحتية لسوق النقد الإسلامي.

5-4- المجلس العام للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية

أنشئ هذا الإطار التنظيمي سنة 2000، بهدف زيادة الشفافية ودعم الإنضباط (أي الإلتزام الشرعي) للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية المشاركة فيه، كما أنه يوفر فرصة مهمة للمؤسسات المشتركة فيه لإرساء القواعد لفهم وإستيعاب طبيعة التمويل الإسلامي وتكامله مع النظام المالي العالمي.

5-5- مجلس الخدمات المالية الإسلامية

هي هيئة دولية عالمية بدأت أعمالها نهاية سنة 2002، يتوقع لها أن تؤدي دورا مهما في الرقابة والإشراف على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك بهدف ضمان الكفاءة والإستقرار في عمل هذه المؤسسات، إضافة إلى دعم قدرة هذه المؤسسات على الإندماج في النظام المالي العالمي وتعزيز قدرتها التنافسية في عالم الصناعة المالية.

المبحث الثالث: الخلفيات العملية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تعد الأسواق المالية الإسلامية من المواضيع الاقتصادية الحديثة العهد مقارنة بالأسواق المالية المعاصرة، كما أن موضوع إقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية من المواضيع الحديثة التي لم ينل حظها الكافي من الدراسات، وخاصة من طرف الباحثين المسلمين المطالبين بالبحث وتوسيع المعارف في مجال أسواق الأوراق المالية الإسلامية لحاجة البلدان العربية والمسلمة لهذه الأسواق، حيث أن الدراسات التي تم الحصول عليها كانت في معظمها حول أسس ومبادئ قيام أسواق أوراق مالية إسلامية وكيفية عملها والأحكام الفقهية لمعاملاتها.

المطلب الأول: الخلفيات المتعلقة بالتكييف الشرعي لسوق الأوراق المالية المعاصرة

يوجد من الرسائل والمقالات ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع من ناحية التكييف الشرعي لسوق الأوراق المالية المعاصرة، وسيتم في هذا الصدد عرض أهم هذه الدراسات.

1- دراسة محمد فتح الله النشار، 2006 بعنوان التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي

وهي بمثابة أطروحة دكتوراه منشورة بالدار الجامعية بمصر سنة 2006، مكونة من فصل تمهيدي وخمس فصول تناولت خلالها الأحكام المتعلقة بالأسواق المالية، وتطرقت إلى تعريف الأسواق المالية ووظائفها وتطورها ثم الأحكام العامة في التعامل بأسهم الشركات المساهمة وكيفية التعامل بها في سوق الأوراق المالية، واختتمت الدراسة ببيان الحكم الشرعي لتلك التعاملات، وتقديم أحكام حول زكاة الأسهم.

2- دراسة إقبال خورشيد، 2005 بعنوان سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية

وهي بمثابة أطروحة دكتوراه منشورة بمكتبة الرشد بالرياض سنة 2006، تناولت دراسة مستفيضة حول الأسواق المالية بأنواعها المختلفة وبمبائلكها التنظيمية المتنوعة موضحاً ماهية وأهمية سوق الأوراق المالية ونظرة الشريعة الإسلامية إلى تلك الأسواق المالية والعمليات التي تجري فيها، وقد استعرضت الدراسة الجهود الرامية إلى تطوير الأسواق المالية الإسلامية، وأن هناك إشارات إلى البديل الإسلامي لبورصة الأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة هيكل سوق المال في الإسلام، وتطرقت إلى ركائز السوق، والمؤسسات والأدوات والسياسات، بصورة مفصلة. وتطرقت الدراسة إلى موضوع الأسهم والسندات وحكم التعامل فيها، واعتبرهما من المعاملات الطويلة الأجل في السوق.

3- دراسة مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، 2004 بعنوان أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة

وهي بمثابة أطروحة دكتوراه في الفقه، منشورة في دار كنوز إشبيليا بالمملكة العربية السعودية سنة 2005، حيث اشتملت الدراسة على جانبين؛ الأول بمثابة تصوير العقود والمعاملات الحادثة كما تجري في الأسواق المالية، بينما الجانب الثاني بيان الحكم الشرعي لتلك العقود والمعاملات.

تناولت الدراسة الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية، وكذا إجراءات التعامل في الأسواق المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية، فضلا عن ذلك دراسة عقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية.

توصلت الدراسة إلى بيان الحكم الشرعي للعقود والمعاملات الخاصة بالأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المعاصرة، حيث خرجت بجملة من النتائج يمكن إبرازها على النحو الآتي:

- يجوز إنشاء الشركات المساهمة من حيث الأصل؛ لأنها لا تخرج عن العقود الشرعية الجائزة كشركة العنان والمضاربة، وكعقد الإجارة أو الوكالة بأجر. كما يجوز إصدار الأسهم العادية والاسمية والإذنية (الأسهم لأمر)، إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة، مثل تصنيع الخمر، أو التجارة في المخدرات، أو التعامل بالربا كالبنوك الربوية، فإن كان غرضها غير مشروع، حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعا لذلك إصدار الأسهم التي منها تتكون هذه الشركة؛

- الراجع جواز إصدار الأسهم الممتازة ذات الصوت المتعدد، وجواز إصدار الأسهم لحاملها، وجواز إصدار أسهم التمتع المبني على استهلاك الأسهم، في الحالة التي يأخذ المساهم فيها القيمة الاسمية لأسهمه، إذا كانت أقل من القيمة الحقيقية لها، على أن يكون نصيب صاحب سهم التمتع من الربح أقل من ربح صاحب السهم الذي لم يستهلك، يساوي نسبة قيمة سهمه الجديدة إلى مجموع مال الشركة، الذي يجب أن يقوم تقويمياً جديداً يتطابق مع الواقع بعد استهلاك الأسهم؛

- يجوز تداول الأسهم بيعة وشراء إذا كان نشاط الشركة المساهمة مشروعاً؛

- يحرم إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض وزيادة على أي وجه كان، كما يحرم إصدار أذون الخزانة، وخصم الأوراق التجارية؛

- جواز الوساطة (السمسرة) في البيع والشراء إذا كانت مقدرة بالزمن، والراجع جوازها أيضاً إذا كانت مقدرة بالعمل، وخصوصاً إذا كان ذلك على جهة الجعالة الجائزة، لا الإجارة اللازمة؛

- التعاقد مع الوسيط (السمسار) على الوساطة في بيع أو شراء الأوراق المالية بعوض يمكن أن يكون إجارة، ويمكن أن يكون جعالة، ويمكن أن يكون وكالة بأجر، ولا يصح أن تحمل الوساطة على أحد هذه العقود بإطلاق، بل لابد من النظر في الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين؛ للاستدلال بها على نوع العقد، بأن يصرح المتعاقدان بالإجارة أو الجعالة، أو يذكر حكم أحد هذه العقود، كأن يجعل أحدهما للآخر الحق في الفسخ متى شاء، أو يكون العرف قد جرى بهذا، فيكون ذلك جعالة؛

- الأصل عدم جواز التسعير، إلا إذا كانت هناك مصلحة تقتضيه؛

- لا مانع شرعا من فرض بعض الترتيبات التي تضبط التعامل في الأسواق المالية، ولا تخل بأصل حرية التعاقد، مثل جعل الأولوية في تنفيذ أوامر البيع والشراء لأوامر السماسرة قبل المتخصصين، وللأوامر المقيدة لدى المتخصص قبل البيع أو الشراء لحسابه الخاص، بأن لا يبيع أو يشتري لحسابه حتى ينفذ تلك الأوامر؛

- تجوز المعاملات العاجلة التي يكون البيع فيها حالا بالنسبة للثمن والمثمن، ويتم فيها دفع الثمن كاملا، سواء أكان الغرض منها الاستثمار، أم المضاربة، غير أنه تحرم المعاملات الآجلة التي يتأجل فيها تسليم الثمن والمثمن؛ لأن ذلك داخل في بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه؛

- تحرم العقود المستقبلية بجميع أنواعها، وهي العقود المستقبلية على السلع، والعقود المستقبلية على الأسهم، والعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، والعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على العملات؛ وذلك لاشتمال هذه العقود على واحد أو أكثر من المحاذير الشرعية، مثل تأجيل البدلين، والربا، والقمار، والعقد على ما ليس بمال، وبيع ما ليس بمملوك للبائع وقت البيع؛

- يتبين بطلان التعامل بعقود الاختيار بالصورة التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية المعاصرة؛

- تبين من خلال البحث حرمة عقود مبادلة العملات، عقود مبادلة أسعار الفائدة، عقد مبادلة عوائد الأسهم بالصورة التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية المعاصرة.

أوصى الباحث بتكوين لجنة من الباحثين والعلماء ترتبط بالمفتي العام تختص بالنظر في أحكام السوق المالية والمعاملات التي تجري فيها، وتكون قراراتها ملزمة للقائمين على شؤون السوق، كما يوصي بتظافر جهود الباحثين الشرعيين والاقتصاديين في إيجاد البديل الشرعي العملي الذي يجد فيه المستثمرون ما يشبع رغبتهم في تحقيق الربح مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وقد اقترح عدد من البدائل مثل صكوك الإجارة، وصكوك الأعيان المؤجرة، وصكوك السلم، وصكوك المرابحة، وصكوك المشاركة والمضاربة والمغارسة والمساقاة، إلا أنها لا

زالت بحاجة إلى مزيد من الدراسة، سواء أكان من ناحية شرعية تداولها، أو من ناحية مناسبتها وإمكان تطبيقها.

وفي الأخير حث الباحث على ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية يلتزم فيها بأحكام الشريعة الإسلامية، سواء من حيث الأدوات التي يتعامل بها، أو من حيث العقود التي تجري فيها.

4- دراسة شعبان محمد إسلام البرواري، 2002 بعنوان بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي

أصل الدراسة كتاب منشور بدار الفكر المعاصر بدمشق سنة 2002، هدفت إلى التعرف على طبيعة العمل في بورصة الأوراق المالية من خلال بيان معناها ووظائفها ودورها الاقتصادي، وتحليلها من ناحية هيكلها الإداري وسير العمل فيها، والأوراق المالية المتداولة فيها، والعمليات التي تجري فيها، وذلك بدراستها وتحليلها ونقدها من منظور إسلامي، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وبيان ما يمكن تعديله ليوافق الشريعة الإسلامية، وبذلك يتضح معالم بورصة أوراق مالية إسلامية تعمل في خدمة التمويل والاستثمار.

خرجت الدراسة بجملة من النتائج، منها أن البورصة أداة فعالة للتنمية من خلال الوظائف التي تقوم بها في مجال الاقتصاد الكلي والجزئي، وهي بهيكلها الإداري من لجان وعاملين، وبلوائها وقواعدها، ونظمها تدخل في دائرة الإباحة الشرعية، فلا يوجد مانع من الأخذ بها، وإن إصدار الأسهم وتداولها بالبيع والشراء جائز شرعاً إذا لم تكن الجهة المصدرة لها مما يحرم التعامل معها كشركات إنتاج الخمر والبنوك الربوية.

غير أن إصدار السندات وتداولها بفائدة ثابتة ومحددة، محرم شرعاً، إذ يعوض عنها ببدائل شرعية كصكوك المضاربة والمشاركة والإيجار، ومن هنا يبين قدرة البديل الإسلامي على تنظيم وتداول الأسهم والسندات (البدائل الشرعية) المعروضة للبيع، مما يمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في مشروعات دون الوقوع في الربا.

خلصت الدراسة بأن العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية أغلبها غير جائزة شرعاً، وهي بحاجة إلى تعديل في طبيعتها إن أمكن، أو إيجاد بدائل شرعية لها.

أوصى الباحث بإجراء دراسة حول موضوع بورصة الأوراق المالية الإسلامية، وذلك بعد أن ظهرت بورصات الأوراق المالية في معظم بلدان العالم، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.

كما أوصى الباحث الحكومات والمؤسسات والشركات والبنوك بتشجيع الاستثمار المحلي، وذلك من خلال إقامة مشاريع تتصف بالدقة والأمانة والعدالة، وذلك لجذب أموال المستثمرين المسلمين من الخارج من

ناحية، وجذب الأموال السائلة للمحجمين عن الاستثمار في البورصات لعدم شرعية أكثر المعاملات فيها من ناحية أخرى.

وفي الأخير إقترح الباحث توجيه الدارسين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات بدراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة، لكي تكون الأحكام التي تطلق على تلك المعاملات أحكاماً واقعية وسليمة، وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية الإلمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لوضع منهج نظري عملي متكامل للاستثمار في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: الخلفيات المتعلقة بإمكانية إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية

يوجد من الرسائل ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع من ناحية إمكانية إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية، وفي هذا الصدد سيتم عرض أهم هذه الدراسات.

1- دراسة رائد نصري أبو مؤنس 2013 بعنوان الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية

وهي بمثابة مداخلة بالمؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي المنعقد بإسطنبول يومي 09-10 سبتمبر من سنة 2013، حيث هدفت الدراسة إلى بيان مدى إمكانية تحقيق سوق مالية إسلامية ذات كفاءة وربحية اقتصادية في حال تحقيق شروطها الأساسية.

تناولت الدراسة أهم الشروط المتعلقة بإقامة السوق المالية الإسلامية مثل: الإفصاح والشفافية، والخلو من الغرر والغبن، وغيرها. وذلك من خلال التعريف بهذه المعايير والشروط وبيان ماهيتها ومقوماتها.

توصلت الدراسة حول إقامة سوق مالية إسلامية تتسم بالمصداقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها على النحو الآتي :

- السوق المالية الإسلامية عبارة عن الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات و/أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات و/أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي؛

- إن إنشاء السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية في جميع أطراف هذه السوق (إدارة السوق، الهيئات الإشرافية، الوسطاء، الجهات المصدرة، الأدوات المالية، وغيرها) بما يحقق المصدقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية؛

- تعد كل من الشروط الشرعية والشروط المهنية والفنية الهيكل الأساسي لقيام أية سوق مالية إسلامية في أية دولة إسلامية، ويعتبر تحقق الشروط المهنية والفنية ضرورياً لتحقيق الشروط الشرعية؛

- إن امتثال السوق المالية الإسلامية للشروط الشرعية لا يكون إلا من خلال تحقق الشروط الفنية والمهنية. فلا يتحقق شرط الخلو من الغرر مثلاً إلا بتحقيق شروط الإفصاح والشفافية؛

- إن اتصاف السوق المالية الإسلامية بالكفاءة لا يقتصر على كونها تحقق أسعاراً عادلة بتكاليف أقل، كما تنادي به نظرية الكفاءة التقليدية، بل يجب أن تتصف هذه السوق بكفاءة شرعية إلى جانب كل من الكفاءة التشغيلية والتسعيرية، وهذا لضمان مصداقيتها ومشروعية أموال المستثمرين فيها؛

- إن تحقق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق الشروط المهنية والفنية والشرعية، وأي إخلال بأحد أو بعض هذه الشروط سيكون له بالغ الأثر على مستوى كفاءة السوق المالية الإسلامية، لأن كون هذه الأخيرة إسلامية لا يسمح لها بالنزول عن المستوى القوي للكفاءة إلى المستوى المتوسط أو الضعيف. وما ضعف كفاءة الأسواق المالية العربية إلا نتيجة عدم تحقق العديد من الشروط المهنية والفنية والشرعية الكفيلة بتعزيز ثقة المتعاملين فيها، وجذب المزيد من المستثمرين المحججين عنها بسبب ما يشوبها من أدوات وعقود محرمة.

أوصت الدراسة بضرورة تخصيص شروط إقامة السوق المالية الإسلامية بدراسات متخصصة سبيلاً لبناء نماذج مكملة لدراسة الشروط الأخرى (القانونية منها والاقتصادية) المهيئة لإنشاء السوق المالية الإسلامية، وذلك بناء على خصوصية كل دولة، كما أوصت بالعمل على التوسع في إقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية في العديد من المدن الإسلامية مع تيسير وتبسيط إجراءات التعامل وتنفيذ خطة إعلامية واسعة، والعمل على تنمية الوعي الادخاري بين المسلمين، وذلك حتى يكتسب نشاط السوق المالية بعداً شعبياً يكسب السوق عمقاً استثمارياً وتنموياً بديلاً عن التعاملات غير الأخلاقية للمضاربين، وتلبي حاجات ومقاصد كافة المتعاملين في السوق في إطار المتطلبات الشرعية.

2- دراسة خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده ، 2005 بعنوان نحو أسواق مالية إسلامية

وهي بمثابة مداخلة بالمؤتمر العلمي الأول حول الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بالجامعة الإسلامية في فلسطين يومي 08-09 ماي من سنة 2005، حيث

هدفت هذه الدراسة إلى وضع تصور لرسم المعالم الأساسية لسوق أوراق مالية إسلامية معاصر بأدواته الإسلامية وضوابطه الشرعية، حيث كانت نقطة الانطلاق في هذه الدراسة من عرض لواقع أسواق الأوراق المالية الإسلامية ومدى موثمة هذا الواقع مع الشريعة الإسلامية.

تناولت الدراسة هيكل السوق المالية الإسلامية وعملها وفرضية الكفاءة من منظور إسلامي، وعرض المبادئ التنظيمية والتشريعية والتي من شأنها أن تعزز مفهوم الكفاءة لعمل تلك الأسواق من خلال المصالح المرسله*، كما تم استعراض آراء الفقهاء في إصدار الأوراق المالية وتداولها في الأسواق المالية من الناحية الشرعية.

ناقشت الدراسة عدداً من القضايا كتلك التي تتعلق بالمضاربة في الأسواق المالية والتي أكدت فيها بضرورة المضاربة وقدمت بعض الاقتراحات لتنظيمها.

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج من أهمها ما يلي:

- سوق الأوراق المالية يجب أن يكون خالياً من الربا من خلال عدم السماح بتداول السندات الربوية أو الصفقات التي تتعلق بأي عمل ربوي؛
- سوق الأوراق المالية يجب أن يكون خالياً من الغرر من خلال عدم السماح بتداول الأوراق المالية المعقدة وغير المفهومة للمشاركين فيه، من خلال التحقق من تدفق المعلومات المتعلقة بقيمة الأوراق المالية؛
- سوق الأوراق المالية يجب أن يكون خالياً من القمار والميسر من خلال عدم السماح بتسوية فروق الأسعار والتحقق من انتقال ملكية الورقة المالية أو من خلال تحديد فترة زمنية دنيا لامتلاك الورقة المالية؛
- معالجة القضايا التنظيمية ضمن إطار ديناميكية النظام الإسلامي الذي توفره المصالح المرسله والتي تدور مع المنفعة الاجتماعية والتكلفة الناتجة عن تلك الإجراءات التنظيمية.

وفي الأخير أوصى الباحثين بإبراز الوجه الحقيقي للإسلام، وذلك بتقديم البدائل الشرعية التي تتعلق بأدوات سوق أوراق مالية أو تلك البدائل التي تتعلق بأسس عمل تلك الأسواق، الأمر الذي يتطلب من الباحثين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات، دراسة المعاملات المالية المعاصرة لكي تكون الأحكام التي تطلق على تلك المعاملات واللوائح التي تحكم عملها واقعية وسليمة من جهة، ومن جهة أخرى يتطلب الأمر الإمام بالفقهاء الإسلامي ويعلم التمويل خصوصاً ما يعرف بدراسات السوق، فضلاً عن هذا تخصيص مجموعة من الباحثين والمتدربين في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية وبين الكفاءة الاقتصادية.

3- دراسة كمال توفيق خطاب، 2005 بعنوان نحو سوق مالية إسلامية

أصل الدراسة مقال منشور بجامعة القرى في فلسطين سنة 2005، هدف إلى بحث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي، وللوصول إلى هذا الهدف بدأت الدراسة بتوضيح الأدبيات الاقتصادية والمالية المتعلقة بالموضوع، ومن ثم عرضت آليات العمل بالخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة في السوق المالية خلال الاقتصاديات المعاصرة، وهذا بغية تقييمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة، فعقود الخيارات يمكن تطويرها إسلامياً في ظل الأحكام الشرعية لبيع العربون* والتأمين والإلتزام والكفالة والحقوق المعنوية..؛ أما العقود الآجلة فهي أشبه ما تكون بعقد السلم..؛ بينما يمكن الاستفادة من عقد الإستصناع لتطوير عقود المستقبلات وذلك لإشتراك هذه العقود في عدم إشتراط تسليم الثمن النقدي في مجلس العقد وإمكانية إصدار سندات إستصناع.

وفي الأخير أوصى الباحث بضرورة إبتكار وإبداع أدوات مالية إسلامية تتماشى مع قواعد الشريعة الإسلامية، بهدف القيام بدورها الاقتصادي المؤمّل من جهة، ومن جهة أخرى تساهم في تخفيف التبعية الاقتصادية للأسواق المالية في الدول الغربية.

4- دراسة محمد علي القرى، 1993 بعنوان نحو سوق إسلامية

أصل الدراسة مقال منشور بمجلة دراسات اقتصادية إسلامية بالمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، في السعودية بالمجلد الأول والعدد الأول، وذلك سنة 1993، تناولت الدراسة السوق المالية من منظور الإسلام، فأكدت على حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى الأسواق المالية نظراً لأهميتها، مبرزة أسباب هذه الأهمية وموضحة وظيفة البورصة في الاقتصاد الحديث باعتبارها أهم مؤسسات الوساطة المالية.

أوضحت الدراسة معنى المجازفة في البورصة، وتلائم المخاطرة مع العائد إلى جانب علاقة هذه الأسواق بالجهاز المصرفي.

إستعرضت الدراسة العناصر الأساسية التي لا يقوم السوق إلا بها، مبرزة في ذلك الهيكل العام وتشكيله الأوراق المالية في السوق، وفي الأخير ركزت على الأهمية الاقتصادية للخيارات في أسواق المال إلى جانب بعض

الإعتراضات الشرعية المحتملة على نموذج الخيار المعمول به في الأسواق المالية المعاصرة، ومن تم عرض صيغ إسلامية للخيارات كخيار الطلب وخيار الدفع، والإجراءات الضرورية لتفاذي عنصر المقامرة. فضلا عن هذا، الحث عن نمطية العقود وإستقرار السوق وإستمرارها وهذا بالإستشهاد بالقرآن والسنة.

المطلب الثالث: الخلفيات المتعلقة بالتطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يوجد من الرسائل ما تناول بعض عناصر هذا الموضوع من ناحية التطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وسيتم في هذا الصدد إبراز أهم هذه الدراسات.

1- دراسة سليم قط، 2016، بعنوان مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة مقارنة

وهي بمثابة أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة محمد خيضر بسكرة -الجزائر- سنة 2016، حيث هدفت إلى التعريف بسوق الأوراق المالية المعاصرة والإسلامية والتعرف على العملية الاستثمارية ومحدداتها وعوائدها ومخاطرها في سوق الأوراق المالية المعاصرة ومن ثم سوق الأوراق المالية الإسلامية، مع إبراز أهمية السوقين في المشاركة في تمويل العمليات الاستثمارية في الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية، وكذا إبراز حجم الاستثمار الواقع في السوقين، والوقوف على تقييم تجربة إقامة مؤشرات مالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية ومقارنتها بالمؤشرات في سوق الأوراق المالية المعاصرة التي ظهرت قبل المؤشرات الإسلامية بحوالي قرن من الزمن.

تناولت الدراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية المعاصرة والذي تضمن ماهية وأهمية سوق الأوراق المالية ووظائفها وآليات عملها وإجراءات التعامل فيها، فضلا عن ذلك أدوات الاستثمار فيها والمتعلقة بالأسهم والسندات والمشتقات المالية، كما تناولت الإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عرض المقومات الشرعية لقيامها وآليات عملها والتنظيم الفقهي والقانوني لها، فضلا عن الأدوات المستخدمة فيها.

أختتمت الدراسة بالتطرق إلى معايير وتقنيات المفاضلة بين الاستثمارات في ظل ظروف التأكد وعدم التأكد وذلك بقياس العائد والمخاطرة في كل من مؤشر داو جونز الوضعي وداو جونز الإسلامي.

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- الفرق بين سوق الأوراق المالية المعاصرة والإسلامية هو تقييد هذه الأخيرة بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تنظم معاملاتها، وهذا ما تفتقر إليه سوق الأوراق المالية المعاصرة، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية تنظم وتضبط عملها هيئة الأوراق المالية بالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية التي يعد وجودها حجر الأساس في إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية؛

- لا تتعامل سوق الأوراق المالية الإسلامية بجملة من المعاملات الجارية في السوق المعاصرة مثل البيع على المكشوف، العمليات الآجلة والعمليات العاجلة الشريطية، وكذا المضاربة بالمفهوم السائد في السوق المعاصرة، إلا أنها تتم فيها عملية تسعير الأوراق المالية وتداول الأوراق، وكذا ينشط فيها سمسرة وصناع السوق، وينظم عملهم من الناحية الشرعية هيئة الرقابة الشرعية؛

- تخضع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى التكييف الشرعي من قبل هيئة الرقابة الشرعية مثل الأسهم والتي أجاز مجمع الفقه الإسلامي نوع واحد منها هو الأسهم العادية، حيث أجاز إصدارها وتداولها ولكن بشروط معينة، أما الأسهم الممتازة فهي محرمة لما فيها من تحقق إمتيازات لحاملها تتسبب في عدم العدل بين الشركاء بواسطة الأسهم العادية؛

- يختلف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي عن الاستثمار في الاقتصاد الوضعي وذلك لتقيده بمجموعة من الضوابط والقيود الشرعية والأخلاقية، بهدف جعل عملية الاستثمار عملية إجتماعية أخلاقية ودينية بالإضافة إلى عملية مالية، للخروج من الجانب المادي البحت الذي يقوم عليه النظام الرأسمالي، فالاستثمار في الاقتصاد الإسلامي هو مزيج بين الجانب المادي وحق الكسب والنمو والجانب الإجتماعي والديني والأخلاقي؛

- عوائد مؤشر داو جونز الوضعي مرتبطة بنسبة % 88 بعوائد مؤشر داو جونز الإسلامي، و العكس صحيح، لأن مؤشر داو جونز الإسلامي متولد من المؤشر الوضعي مع مجموعة من الشروط والضوابط والقيود الشرعية والأخلاقية؛

- مؤشر داو جونز الوضعي أكثر إرتباطا بمؤشر السوق العالمية مقارنة بمؤشر داو جونز الإسلامي الأقل إرتباطا والأقل حساسية للتغيرات في الاقتصاد العالمي، مما يجعل مؤشر داو جونز الإسلامي أقل تأثرا بالأزمات المالية العالمية على غرار أزمة 2008؛

- مقدار المخاطرة في مؤشر داو جونز الوضعي أكثر منها في مؤشر داو جونز الإسلامي، إذ وجد أن الإنحراف المعياري لمؤشر داو جونز الوضعي أكبر من الإنحراف المعياري لمؤشر داو جونز الإسلامي.

أوصت الدراسة بضرورة إنشاء مؤشرا لسوق الأوراق المالية الإسلامية خاص بها، ويكون نابع من هذه السوق ومن دولة إسلامية يوجد على مستواها سوق للأوراق المالية الإسلامية مثل ماليزيا والبحرين وتركيا ودبي وقطر، مع عدم الإعتماد بشكل كبير على المؤشر الإسلامي الذي أنشأ من طرف مؤسسة داو جونز الوضعية، نظرا لعدم ثقة كل المستثمرين المسلمين به، فضلا عن ذلك الإستفادة قدر الإمكان من المتخصصين الماليين العاملين في المؤسسات المالية التقليدية، وإدراجهم للعمل في المؤسسات المالية الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية وذلك بالتنسيق مع الفقهاء المختصين في المعاملات المالية الإسلامية.

2- دراسة شافية كناف، 2014، بعنوان دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية

وهي بمثابة أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس بسطيف - الجزائر - سنة 2014، حيث هدفت إلى توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام، مع محاولة الوقوف على آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي بشكل خاص، فضلا عن ذلك إبراز المعالم الأساسية للسوق المالية وفق المنظور الإسلامي، وذلك انطلاقا من تقويم نموذج سوق المال التقليدي، والتعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية، وكذا توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية وقوفا على أهمية الهندسة المالية الإسلامية وتوضيح مساهمتها ودورها في تدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

نهجت الدراسة منهجا نظريا في بعض الأحيان ونظريا وتطبيقيا في أحيان أخرى، حيث تم عرض وتوضيح جوهر وطبيعة عمل السوق المالية الإسلامية وأهم الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن أن تتضمنها، بالإضافة إلى الدراسة التطبيقية التي تناولت بعض المحاولات والتجارب القائمة لإنشاء سوق مالية إسلامية في بعض الدول الإسلامية، مع محاولة عرض وتقييم للأدوات المالية الإسلامية محل الدراسة المدرجة حاليا في بعض الأسواق المالية التقليدية.

خلصت الدراسة إلى أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس متينة ومنيعة، يكمن في ضرورة توفر ووجود أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف شرائح المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض، ومن أهمها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً لها دور كبير ومهم جداً في تنشيط وتطوير وتفعيل السوق المالية الإسلامية.

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج يمكن إبراز أهمها في ما يلي:

- تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربوي لمشاريعها، من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة وتداولها، وكل العمليات والمعاملات التي تتم فيها تكون خالية من كافة المحاذير الشرعية، كالغش والجهالة والغرر والإحتكار والقمار؛

- ينبغي أن تلتزم السوق المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية والأخلاقية، بحيث تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية ومتوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية، ولذلك يتوجب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات اللأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية، لما لها من أضرار جسيمة بالمعاملين والسوق، ولأجل ذلك فهي تخضع لهيئة الرقابة الشرعية للتأكد من خلوها من كافة المحظورات الشرعية وضمان إلزامها بأحكام وقواعد الشريعة في جميع معاملاتها؛

- حتى تتمكن السوق المالية الإسلامية من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نُظر لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسسات لا تقوم إلا بها، كشركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسرة الإسلامية..؛ وفي المقابل فإن هناك العديد من المقومات والمتطلبات والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى النحو الذي سطر لها، من أهمّها توفير المناخ الاستثماري الملائم والمناسب لطبيعة عملها، وتوفير سياسات وإجراءات تعزيز الشفافية..؛

- يتولّى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة، تأتي في مقدمتها الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية التي تتولّى انتخاب مجلس إدارة السوق أو ما يُعرف بلجنة السوق المالية الإسلامية، التي تكون في قمة الهرم الإداري وتضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق؛

- إنّ العمليات التي تتم في السوق المالية الإسلامية لا تُعد صحيحة إلا إذا تمتّ عن طريق السماسرة المعتمدين من قبل لجنة السوق، و تتوافر فيهم كافة الشروط ويلتزمون بكل القواعد والقوانين والإجراءات التي وضعتها إدارة السوق، وينبغي على الوسيط أن يكون أميناً صادقاً مع كل عملائه، وأن يتجنب كل أشكال الغش والإحتيال والتدليس معهم؛

- خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمّة وإيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزء من النظام المالي الماليزي، وكذلك البحرين التي قامت وبالتعاون مع أطراف عديدة بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية التي تهتم بتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى إمارة دبي التي قامت بتحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية أوصت الدراسة بضرورة العمل على إصدار التشريعات اللازمة ووضع وصياغة قوانين متكاملة من قبل الدول الإسلامية، للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية سواء القديمة المعدلة أو الجديدة المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولًا، وكذا ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة وتنظيم الأدوات المالية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية،

مع ضرورة إعداد البحوث والدراسات وعقد المؤتمرات والندوات في قضايا المعاملات المالية المعاصرة لتقييمها وبيان حكمها الشرعي لتعديلها أو إيجاد البدائل الشرعية لها؛ كما أوصت بضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية لتلبية مقتضيات التعامل في السوق المالية الإسلامية، فضلا عن زيادة نطاق التعاون والتنسيق المشترك بين الأسواق المالية في الدول الإسلامية والتقارب فيما بينها والاستفادة من تجارب الدول العربية والإسلامية التي خاضت تجربة إنشاء السوق المالية الإسلامية، ومعرفة مختلف الإجراءات والسياسات المتبعة وأهم الخطوات والمراحل المنتهجة.

3- دراسة محمد الأمين ولد عالي، 2011، بعنوان التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)

أصل الدراسة كتاب منشور بدار إن حزم ببيروت سنة 2011، حيث يدخل هذا البحث في إطار التطبيقات المعاصرة للمقاصد، وخاصة في الجانب المالي والاقتصادي، فهو يهدف إلى الدعوة والتنظير لإقامة المؤسسات المالية الإسلامية والأسواق الإسلامية وإدارتها، سواء من الناحية الاقتصادية الشرعية، أو من الناحية الإدارية والقانونية، والتي تدخل في إطار المصالح المرسله، كما أنها تدخل في جانب الإهتمام بحفظ المال، وتنميته والعمل على رواجه.

تناولت الدراسة مقاصد الشريعة الإسلامية وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية وخاصة بإقامة السوق المالية الإسلامية، ومن ثم التنظير الفقهي في مجال إقامة هذه السوق من خلال نطاق الأدوات المستخدمة في السوق المالية الإسلامية وكذا العقود والصيغ المستخدمة في هذه السوق، فضلا عن الاستفادة من الأدوات المستخدمة في الأسواق المالية الدولية وبدائلها الشرعية المعاصرة، كما تناولت في الأخير التنظير القانوني لإقامة السوق المالية الإسلامية من خلال عرض نماذج للتنظير القانوني.

خلصت الدراسة إلى صلاحية قيام هذا النوع من الأسواق المالية الإسلامية المتطورة، رغم كل التحديات المالية والسياسية والتنظيمية والقانونية والشرعية، حيث توصل الباحث للنتائج التالية في مجال السوق المالية:

- السوق المالية الإسلامية هي كل وعاء يجمع مدخرات المسلمين ويستجلبها حسب وسائل التمويل الإسلامية، كما يستثمرها حسب وسائل الاستثمار الإسلامي؛

- تشمل السوق المالية الإسلامية المتطورة (بورصة إسلامية) الأدوات والأوراق المالية من أسهم وصكوك إسلامية، كما تشمل التعامل في النشاطات المالية الأخرى، حسب البدائل الشرعية التي أرساها الاجتهاد المعاصر كالبدائل عن بطاقة الإئتمان والخيارات والمستقبليات وعمليات الصرف؛

- من خلال تقييم تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية في ماليزيا والبحرين أثبت الباحث بأنها ناجحة ورائدة وجريئة، ولكنها تحتاج إلى ترشيد؛

- أكد الباحث على أهمية التنظيم القانوني لإقامة سوق إسلامية مالية فعالة محلية كانت أم دولية، حيث أبرز أهمية دور التنظير والتكييف الفقهي في إقامة السوق المالية، وحث على ضرورة توفير كل العناصر التشريعية والتنظيمية والمقاصدية لإقامة هذه السوق.

بعد الخوض في غمار هذه الدراسة توصل الباحث إلى التوصيات الآتية:

- تفعيل دور السوق الإسلامية الدولية في ماليزيا والبحرين من الناحية الفقهية والقانونية والدعوة إلى مشاركة المؤسسات العربية والإسلامية؛

- الدعوة إلى إنشاء سوق إسلامية مشتركة على غرار السوق الأوروبية المشتركة مع عدم إهمال الضوابط؛

- إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية كخطوة أولى في طريق إنشاء البورصة الإسلامية المنشودة والتي تشمل السلع، والصرف الأجنبي، والذهب والبترو، وغيرها؛

- الدعوة إلى طرح دينار إسلامي كعملة موازية وبديلة للدولار الأمريكي، واليورو؛

- يوصي الباحث طلاب الدراسات العليا بإعداد رسائلهم في الجوانب التطبيقية والإشكاليات المعاصرة لمقاصد الشريعة وخاصة الجانب المتعلق منها بالأموال لضرورتها وأهميتها في حياتنا المعاصرة.

4- دراسة محمد وجيه حنيني، 2010، بعنوان تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية

أصل الدراسة عبارة عن كتاب منشور بدار النفائس في الأردن سنة 2010، يهدف إلى تكوين رؤية محددة المعالم تُعنى بمشكلة إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، والتعرف إلى متطلبات ومعوقات هذا التحويل، والأبعاد والملازمات الاقتصادية والشرعية والقانونية المحيطة به، والتأكد من مدى قدرة الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد البدائل وإبتكار الحلول لمشكلات السيولة وتكاليف الإنتاج، وإدارة المخاطر التي تعالجها الهندسة المالية التقليدية، ثم اختبار واقع المتعاملين في بورصة عمان، أي شركات الوساطة المالية وعملاؤهم، والتعرف إلى مدى إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولهذا الغاية تم إفتراض عوامل ومتغيرات مستقلة، وصياغة فرضيات، وتصميم أداة قياس (إستبانة) لإختبار صحة الفرضيات من عدمها.

توصلت الدراسة إلى تكوين رؤية شاملة ومتكاملة حول إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في إطارها النظري، حيث تم تصميم أدوات إسلامية خاصة تفي بأغراض المستثمرين والمتحوظين لإدارة السيولة وتخفيض تكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر دون مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على الكفاءة الاقتصادية. ومن خلال جداول المقارنة المتعددة وتحليلها نظرياً، تبين أن عمليات التداول الإسلامية تؤثر إيجاباً على عنصر إستقرار الأسعار وهو ما تعاني منه أسواق رأس المال المحلية والإقليمية والعالمية، والذي ينتج عن عمليات التداول التقليدية.

من نتائج التحليل الإحصائي لمجتمع الدراسة في إطارها التطبيقي، تم التأكد من إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بنتيجة مفادها تأثير كافة العوامل والمتغيرات إيجاباً على إمكانية التحويل، مع وجود الرغبة في ذلك وتوقع تحقيق المزيد من الأرباح من قبل عملاء الاستثمار وشركات الوساطة المالية العاملة في الأردن، والتي تشكل الهيئة العامة لبورصة عمان ومجلس إدارتها.

5- دراسة نبيل خليل طه سمور، 2007 بعنوان سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق

وهي بمثابة رسالة ماجستير في إدارة الأعمال بكلية التجارة، بالجامعة الإسلامية فلسطين، سنة 2007، حيث هدفت الدراسة إلى بيان ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج سوق الأوراق المالية العصرية، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ولتكون هي الغالبة من بين مجموع المعاملات، إلى أن تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية.

قام الباحث بدراسة حالة البورصة الماليزية المحدودة "سوق رأس المال الإسلامي" كأحد البورصات العالمية التي طبقت أحكام الشريعة الإسلامية على معاملاتها، حيث تناول إجراء مقارنة بين التطبيق العملي وبين الجانب النظري لإطار العمل في هذه البورصة من خلال ثلاثة فصول رئيسية استعرض فيها الباحث ماهية سوق الأوراق المالية موضحاً أهم خصائصها، وشروط تكوينها ومقومات نجاحها، وأهم الأدوات المتداولة فيها، ومفهوم الكفاءة وشروطها في تلك السوق، ثم جاء الفصل الثاني ليعرض الإطار العام لنظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية بتحديد مفهومها، وعملياتها، وأهم أوجه الاختلاف بينها وبين الأسواق التقليدية، وأهم الأدوات المتداولة فيها وحكمها في ميزان الفقه الإسلامي، وأما الفصل الثالث، والذي يمثل الحالة العملية التطبيقية تناول الدراسة التفصيلية والمتعمقة لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ونشأته، وتطوره، ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، وأهم الأدوات المتداولة في تلك السوق، والتكيف الفقهي للأدوات التقليدية المتداولة فيه، ومدى أهمية تفعيل الأدوات المالية الشرعية في هذه السوق.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها تلك التي تحقق الغرض الرئيسي من البحث، وهي بوجود فروق جوهرية بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو يعزى إلى مجموعة من العوامل والمسببات أهمها: وجود إختلافات فقهية بين العلماء والفقهاء المعاصرين حول الحكم الشرعي لبعض معاملات السوق من حيث الجواز أو الحظر حسب تصورات وإفتراضات أو حتى إجتهدات قد تكون خاطئة في أساسها للحكم على مدى مشروعية بعض الأدوات المالية المتداولة في تلك السوق، حيث أنها لا توفر الحد الأدنى المطلوب للحكم عليها بأنها أداة مالية شرعية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، كما توصل الباحث إلى أن تلك السوق لا تستطيع العمل بمعزل عن البيئة الاقتصادية التي تتواجد فيها مما يشير إلى عدم إستقلاليتها وخصوصيتها لتمارس أعمالها وفق ما صممت لأجله دون أن تلتزم بالتشريعات والقوانين والسياسات النقدية والمالية الحاضنة لتلك الأسواق، وأن هذه الأسواق لم تكن لتتطور وتحقق النجاح بدون الدور الفعال التي تمارسه الجهات الرقابية الشرعية فيها لضبط معاملاتها وأدواتها وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

أوصت الدراسة بضرورة إعادة النظر والتقييم لبعض الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية حتى تكون أكثر توافقاً مع أحكام الشريعة، وضرورة التنسيق والتعاون بين حكومات البلدان الإسلامية لإنجاح تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية لتكون النموذج الإسلامي المنافس للأسواق العالمية، وأخيراً أوصى الباحث بمزيد من البحث والدراسة في هذا السياق لغرض التأصيل لتلك التجربة الإسلامية الواعدة.

المطلب الرابع: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تميزت هذه الدراسة والخاصة بإقتراح نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بعدة نقاط، ومن نواحي مختلفة، سواء من ناحية تكييفها الفقهي، أو من ناحية شروط إقامتها، وسيتم توضيح ما سبق من خلال النقاط الآتية.

1- ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث التكييف الشرعي لسوق الأوراق المالية

من خلال عرض الدراسات والأبحاث السابقة، إضافة إلى أغلب المراجع والمصادر التي تم الإطلاع عليها حول هذا الموضوع، يلاحظ أنها لم تركز على مذهب فقهي واحد، إذ أن بعضها لم يفصل بين المذاهب وشكل بذلك غموضاً حول المذهب المتبع، والآخر عرض بعض الخلافات بحسب الإتجاهات الفقهية.

يسعى من خلال هذه الدراسة التركيز على المذهب المالكي لاسيما فيما يتعلق بدراسة مقارنة التكييف الفقهي بين جمع الفقه الإسلامي ومجلس الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية في الأدوات المالية القائمة وفقاً لأحكام الشريعة والأدوات المالية الإسلامية المتداولة، الأمر الذي يقتضي من الباحث مراجعة المصادر والمراجع الإسلامية لغرض التأصيل الفقهي للعمليات التي تجري في البورصة، وأما المصادر والمراجع الإسلامية الحديثة

فتستخدم بهدف جمع الشذرات المتناثرة حول هذا الموضوع، ومن ثم دراسة وتحليل تلك الآراء بعد جمعها وتبويبها وتصنيفها وذلك من أجل تعزيز ثقة المستثمر المسلم في هذه السوق.

2- ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية

من خلال عرض الدراسات والأبحاث السابقة، إضافة إلى أغلب المراجع والمصادر التي تم الإطلاع عليها حول هذا الموضوع، يلاحظ أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة، وأن هذه الدراسات هي دراسات سوق الأوراق المالية الإسلامية من ناحية نظرية حيث تعرض التصور أو الرؤية المستقبلية التي ينبغي أن تكون عليها تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية، ولم تناقش الأطراف المحيطة بها والمناخ الملائم لإقامتها.

كما أنها ركزت على الشروط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهملت الأرضية الاجتماعية والاقتصادية والقانونية لإقامتها، حيث يسعى من خلال هذه الدراسة لوضع تصور متكامل واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية ورصد معالمها وواقعها.

3- ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث التطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية

من خلال عرض الدراسات والأبحاث السابقة التي تم الإطلاع عليها حول هذا الموضوع، يلاحظ أن معظمها كانت في بيئة تختلف عن بيئة البيئة الجزائرية، أما بالنسبة للدراسات المتعلقة بالبيئة الجزائرية كانت حول دراسة واقع وآفاق ومعوقات بورصة الجزائر، بينما تناولت دراسات أخرى الجانب الإسلامي في الجهاز المصرفي، ومن حيث السوق الأولى فقط، وذلك بعرض صيغ التمويل الإسلامية.

تأتي هذه الدراسة لتضيف هذا البحث للأبحاث السابقة، إذ أنها تكمل للدراسات السابقة وسيتم من خلالها محاولة وضع تصور واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في الجزائر متخذاً من تجارب الدول الإسلامية الحالية الدراسية لبيان أهم الشروط المتعلقة بإقامة السوق المالية الإسلامية ووضع تصور لرسم المعالم الأساسية لسوق أوراق مالية إسلامية معاصر بأدواته الإسلامية وضوابطه الشرعية.

خلاصة الفصل الأول

تم من خلال هذا الفصل التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عرض مفهومها ومراحل إنشائها، مع إبراز أهميتها وأهم وظائفها، وبيان موقف الشريعة الإسلامية منها، حيث يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية عبارة عن إطار شرعي منظم يتم من خلاله إصدار (سوق أولية) وتداول (سوق ثانوية) الأوراق المالية البديلة للأوراق الربوية أو المحرمة شرعا إصدارا وتداولاً في نظيرتها الوضعية، وذلك بهدف إحداث تنمية اقتصادية واجتماعية من أجل تطوير حياة الإنسان المسلم وإزدهارها.

تبرز أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من الدور الذي تؤديه، ففي عصر صار فيه تحقيق أعلى مستوى للمعيشة غاية للوصول إليها، تصبح لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة بالنسبة للمجتمع الإسلامي، ولتحقيق دورها وهدفها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، يتطلب وجود أطر مؤسسية تعمل مع بعضها البعض في ظل النظام الإسلامي، إذ تشكل هذه الأطر الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، ولعل من أهمها الجهاز المصرفي الإسلامي، وشركات الاستثمار الإسلامية، وشركات التأمين الإسلامية ووكالات التصنيف الائتماني، وشركات السمسرة وصناع السوق، حيث تدعم هذه الأطر مؤسسات مالية رديفة من أجل تقديم الاستشارات المالية وإدارة الأموال والرقابة المالية، إضافة إلى المؤسسات المالية غير الربحية. فتطوير هذه الركائز يعني تطور هذه السوق وإزدهارها، وطالما أن المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة، فهي تقوم بدورا فعالا في إحداث التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية فيما بينها.

من خلال عرض لأهم الدراسات والأبحاث السابقة، التي تناولت ولو بعض عناصر هذا الموضوع، سواء من ناحية التكييف الشرعي لسوق الأوراق المالية المعاصرة، أو من ناحية إمكانية إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية، أو من ناحية التطبيق العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية، يلاحظ أن معظمها متقارب في الإطار النظري والفكرة العامة، والمتتمثلة في أسس ومبادئ قيام أسواق أوراق مالية إسلامية وكيفية عملها والأحكام الفقهية لمعاملاتها. وبالرغم من تعدد هذه الدراسات، فإنه يمكن القول بأنها تختلف عن الدراسة الحالية من خلال وضع هذه الأخيرة لتصور واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في الجزائر اعتمادا على تجارب الدول الإسلامية، حيث تم دراسة الجوانب التنظيمية والشرعية، فضلا عن تلك الاجتماعية والاقتصادية والقانونية لإقامتها، كما أنها ركزت على المذهب المالكي، إضافة إلى دراستها للأطراف المحيطة بها والمناخ الملائم لإقامتها، مع توضيح أهميتها ومكانتها في الحياة الاقتصادية والاجتماعية بشكل عام، مع محاولة الوقوف على أثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي بشكل خاص.

الفصل الثاني:

التجارب العملية لإقامة سوق مالية إسلامية

الفصل الثاني: التجارب العملية لإقامة سوق مالية إسلامية

خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة وإيجابية في سبيل إقامة سوق مالية إسلامية، تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نُظر لها، وتتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والحالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، وتأتي في مقدمتها ماليزيا التي كان لها فضل السبق في إقامة سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزءا مهما من النظام المالي الماليزي، بالإضافة إلى السودان التي قامت في سنة 1984 بأسلمة نظامها الاقتصادي، وبالتالي تحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

نظرا لإنفتاح الأسواق المالية وإمكانية قيد وتداول أوراق مالية صادرة في أي بلد بالسوق المالية في البلاد الأخرى بشرط أن تتوفر فيها شروط القيد المحددة في الدولة المضيفة، إجمعت إدارة المؤسسات النقدية الإشرافية في عدد من البلدان الإسلامية التي حققت تقدما في الإصدارات الإسلامية على إقامة سوق مالية إسلامية دولية إتخذت من البحرين مقرا لها، حيث تسعى هذه السوق لتسهيل التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد العالمي، وتأسيس وتطوير سوق مالية إسلامية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإيجاد سوق ثانوية نشطة لتداول المنتجات الإسلامية ومعالجة مخاطر السيولة.

سيتم في هذا الفصل عرض أهم التجارب القائمة في سبيل إقامة أسواق مالية إسلامية، حيث سيتم التركيز على نموذجين، الأول يخضع لنظام مالي مزدوج ولهيئة رقابية واحدة، والثاني يخضع لنظام مالي إسلامي بالكامل، وذلك بهدف معرفة أهدافها وأهميتها ومكوناتها وآليات العمل فيها، فضلا عن هذا سيتم التطرق إلى تجربة إقامة السوق المالية الدولية، من خلال معرفة أهدافها وأنشطتها السابقة وتركيزها الحالي والمستقبلي. وبناءا على ما سبق، سيقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- تجربة ماليزيا في إقامة سوق مالية إسلامية؛
- تجربة السودان في إقامة سوق مالية إسلامية؛
- تجربة إقامة السوق المالية الإسلامية الدولية.

المبحث الأول: تجربة ماليزيا في إقامة سوق مالية إسلامية

يعتبر سوق رأس المال بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا للشريعة الإسلامية، وذلك منذ سنة 1983، حيث يتكون من سوق رأس مال تقليدي وآخر إسلامي، هذا الأخير يعد نمطا جديدا للتعامل مقارنة مع سوق رأس المال التقليدي، وإن كان يخضع للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع إليها السوق التقليدي، فهو أحد عناصر سوق رأس المال الماليزي التي تقدم فيه فرص التمويل والاستثمار المتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين المسلمين وغيرهم، حيث تطبق أحكام الشريعة تطبيقا تاما.

لضمان إلتزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأحكام الشريعة يجب أن يكون هناك جهة رقابية شرعية للقيام بدورها في تطوير هذا السوق، وذلك بالعمل على إبتكار وصياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهير بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة للأحكام الشرعية، لرفع مستوى الثقة بين متعاملي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين.

المطلب الأول: سوق رأس المال الماليزي

قبل التعرف على سوق رأس المال الإسلامي، سيتم توضيح بإيجاز مفهوم ونشأة وأقسام سوق رأس المال التقليدي بماليزيا، كونه السباق في الظهور، فضلا عن الجهات الرقابية فيه، وذلك من خلال ما يلي:

1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

تعود بداية صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر، وذلك بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي سنة 1930 تأسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسميتها بجمعية سماسرة بورصة ماليزيا سنة 1937.¹

يرجع الظهور الفعلي لسوق رأس المال بماليزيا في تاريخ 09 ماي 1960، حين شكلت سوقا منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الإندماج لم يدم، ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشئت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم.¹

تطور سوق رأس المال بماليزيا تدريجيا مع مرور الوقت، لكن تطوره كان ملحوظا وملفت خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ 22 فيفري 2001 ومن أهداف هذه الخطط:²

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية؛
- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين؛
- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق؛
- تطوير خدمات الوساطة؛
- تقوية أنظمة الرقابة؛
- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

2- أقسام سوق رأس المال الماليزي

ينقسم سوق رأس المال بماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي:³

2-1- سوق الملكية

عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء كانت تقليدية أم إسلامية، وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية التي أسست في سنة 1973 بإسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لسنة 1965 وتعديلاته لسنة 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1973 وتعديلاته لعام 1983 و 1987، ومجموعة القوانين في الحياة والاندماج لسنة 1987، وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة فيها:

- الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة؛
- وحدات الاستثمار العقاري؛
- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة؛
- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

2-2- سوق السندات

عبارة عن سوق غير منظم يتم فيه تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، إذ أن السندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل.

تعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات، حيث تكفل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع له رأس ماله في نهاية تاريخ الإستحقاق، ويتم إدارة السوق وفقا لنظام التحويل الإلكتروني في الوقت الحقيقي للأموال والأوراق المالية، حيث تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات سواء كانت السندات تقليدية أم إسلامية، لاسيما تسوية السندات والتداول بها.

يعتبر البنك المركزي الماليزي مسؤولا عن السوق الثانوية لتداول السندات في ماليزيا، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة كاملة عن السوق الأولية، وهي جهة رقابية رئيسة لسوق السندات من حيث إصدار القوانين، والتشريعات، والتعليمات لهذا السوق، وقد أدى التعاون بين الجهتين إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفعالية.

2-3- سوق المشتقات

عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات المالية، وهي منتجات مالية تشتق قيم الأصول الاستثمارية من سعر السلع الحالي أو الأدوات المالية الأساسية كالأسهم، ولقد بدأ تنظيم الرقابة لبورصة المشتقات في ماليزيا في جويلية 1980 بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع.

يتم التداول بأدوات المشتقات المالية في البورصة الماليزية للمشتقات، سواء داخل هذه البورصة أو خارجها، حيث يتم تداول عقود المستقبلات والخيارات في البورصة، أما عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة خارج البورصة.

تعتبر البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وسيلة فعالة ومتميزة للتحوط من الأخطار، وتوفر هذه البورصة بديلا جديدا للمستثمرين في مجال الاستثمار بغرض حماية أنفسهم من المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار الأوراق المالية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وهم يتمتعون بتسهيلات فيما يتعلق بالمشتقات.¹

3- الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي

لغرض ضمان التزام السوق بكافة القوانين والتشريعات المنظمة له من جهة، ولحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال من جهة أخرى، يخضع سوق رأس المال في ماليزيا لرقابة بعض الجهات، من أهمها ما يلي:²

3-1- الجهة الرقابية العليا لسوق رأس المال الماليزي

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 1993، وتتمثل أهم وظائفها الرئيسة فيما يلي:

- القيام بتسجيل نشرة الإكتتاب لكافة الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية؛
- السماح بإصدار سندات الشركات*؛
- الرقابة والإشراف على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات والخيارات؛
- تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات؛
- الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار؛
- مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي.

فضلا عن ما سبق، فإن الهيئة مسؤولة عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤوليتها عن تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع سوق رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي والعالمي.

3-2- الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال الماليزي

هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا، ومن أهمها نجد:

3-2-1- بورصة الأوراق المالية المحدودة* عبارة عن مؤسسة منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة من جهة، ومن جهة أخرى تقوم البورصة الماليزية بعرض الأسعار والتعاملات بالأوراق المالية الكترونياً، وهذا منذ 29 ماي 1997، كل ذلك خدمة لتحقيق أهدافها الرئيسية المتمثلة في توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفقاً لأحدث الطرق الفنية، ولضمان إلتزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها، فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية.

3-2-2- بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة تمثل جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات بالأوراق المالية الكترونياً، وتوفر خدمات المقاصة** فيها لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983، ومن وظائفها الرئيسية، معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

3-2-3- بورصة الإيداع المحدودة تمثل الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات بالأوراق المالية بدون تبادل الشهادات بين المشتري والبائع للأسهم، وبالتالي يتم في هذه البورصة تسوية أسعار الأسهم بدون إصدار الشهادة وذلك من خلال الأنظمة الإلكترونية***، فهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

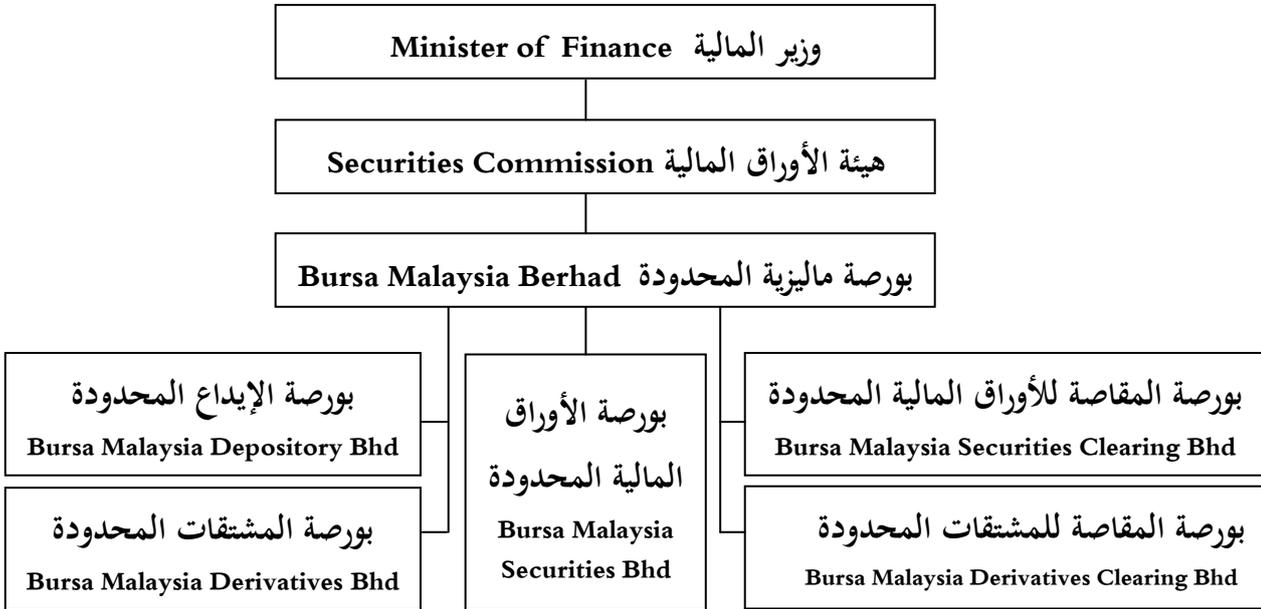
3-2-4- بورصة المشتقات المحدودة عبارة عن بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، والخيارات، والمبادلات، والآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة

بذاتها، وتقوم بورصة المشتقات بتطبيق قواعد الأعمال كجهة رقابية ذاتية، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

3-2-5- بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة تمثل جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات.

كما سبق، يمكن توضيح الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي، وذلك من خلال الشكل رقم (02-01)، حيث أن هذه الجهات تساعد أسواق الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في سوق رأس المال الماليزي، وذلك بتطبيق القوانين الصادرة عنها.

الشكل رقم (01-02): الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على؛ بورصة ماليزية المحدودة، 2017/07/08، متاحة على الموقع:

<http://www.bursamalaysia.com/market/>

المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أحد المكونات الأساسية لسوق رأس المال الماليزي، إذ يقوم بدور هام في تحقيق نمو الاقتصاد الماليزي، حيث أصبح هذا السوق متماشيا مع سوق رأس المال التقليدي مستهدفا تحقيق النجاح المرجو على المستوى العالمي.

يتميز مفهوم سوق رأس المال الإسلامي عن مفهوم سوق رأس المال التقليدي من حيث تعريفه وأهميته والأدوات المالية المتداولة فيه والرقابة الشرعية عليه.

1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا، كالتعامل بالربا، المقامرة وبيعو الغرر... وغيرها،¹ فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

تعود البداية الحقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية،² وتبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلام ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد، والذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993.³

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام.دي.اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في سنة 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.⁴

في سنة 1994 اتخذت وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية. هذه الأخيرة تحولت بعد سنة إلى اللجنة الإستشارية الشرعية، وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.⁵

2- أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين وغيرهم على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها ما يلي:⁶

2-1- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالحرمان، وتشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

2-2- الإشراف والرقابة على المعاملات في السوق

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، حيث وضعت الهيئة هدفا رئيسيا متمثل في جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

2-3- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره

يساهم سوق رأس المال الإسلامي في تنمية الاقتصاد الماليزي خاصة في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم، فهو يحث إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعله سوقا ماليا إسلاميا دوليا يجذب رؤوس الأموال الأجنبية، خاصة في الدول الإسلامية.

الجدول رقم (01-02): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ورسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي سوق رأس المال الماليزي (2007-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
74.23	73.86	74.3	71	89	89	88	88	87	86	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)
61.81	64.09	61.3	60.49	64.28	63	59.3	63.8	64.2	63.7	رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق (%)

Source: Securities Commission, annual report, Malaysia, 2008-2016.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (01-02) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71٪، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 59٪ من رصمة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا.

3- أقسام سوق رأس المال الماليزي

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، حيث يمكن تقسيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسة،¹ وهذا حسب الأدوات المتداولة فيه.

3-1- الملكية الإسلامية

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية لبورصة ماليزيا، وما يتعلق بالأسهم كصناديق الاستثمار الإسلامية، إضافة إلى مؤشر الشريعة الذي يعتبر مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي:

3-1-1- الأسهم العادية هي تلك الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية والصادرة عن الشركات

المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

الجدول رقم (02-02): الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا (2015-2016)

2016	2015	
671 سهم	667 سهم	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
904 سهم	903 سهم	إجمالي الأسهم المتداولة
74.23%	73.86%	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم المتداولة
1030.56	1086.18	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (بليون رينجيت *)
1667.37	1694.78	إجمالي القيمة السوقية (بليون رينجيت)
61.81%	64.09%	نسبة القيمة السوقية للأسهم الشرعية إجمالي القيمة السوقية

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن هناك 671 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال سنة 2016، وهو ما يمثل 74.23% من مجموع الأوراق المالية المدرجة بقيمة سوقية بلغت حوالي 1030.56 بليون رينجيت، أي ما يمثل 61.81% من إجمالي رصمة السوق، وذلك مقارنة مع 667 شركة تمثل حوالي 73.86% وبقيمة سوقية تقدر بـ 1086.18 بليون رينجيت، وبنسبة 64.09% من الأوراق المدرجة في سنة 2015، وبالتالي فإن الأسهم المتوافقة مع الشريعة والمدرجة حاليا في بورصة ماليزيا تمثل حوالي ثلثي القيمة السوقية في ماليزيا، وهي بذلك تعدد وتنوع الخيارات أمام المستثمرين للوصول إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة في جميع القطاعات المتنوعة لمحافظة استثمارية أوسع وأعمق.

3-1-2- صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية تعتبر البورصة الماليزية أول سوق في العالم تدرج صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية، وذلك سنة 1996، تستثمر هذه الصناديق بشكل مباشر في أنواع مختلفة من الأصول ذات العلاقة بالعقارات، مما يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوعة والمدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكله هذه الصناديق لصغار المستثمرين بتملك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة.

الجدول رقم (02-03): صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في بورصة ماليزيا (2015-2016)

2016	2015	
4 صندوق	4 صندوق	صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية
17 صندوق	17 صندوق	إجمالي الصناعة
18.53	16.11	صافي الأصول المضافة من صناديق الاستثمار العقارية.إ (بليون رينجيت)
44.19	37.48	صافي الأصول المضافة لإجمالي الصناعة (بليون رينجيت)
%41.93	%42.98	نسبة صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية من إجمالي الصناعة

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أنه بالرغم من ثبات عدد صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية والمقدرة بـ 4 صناديق سنة 2016، إلا أن رسملة السوق لهذه الصناديق في ماليزيا قد إرتفعت من 16.11 بليون رينجيت سنة 2015 إلى 18.53 بليون رينجيت سنة 2016، فهي في تطور مستمر مقارنة بسنوات سابقة، ويرجع ذلك إلى أن الحكومة الماليزية قدمت حوافز وضرائب مواتية ونظام تنظيمي خاص بالمستثمرين الأجانب.

3-1-3- صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية هي صناديق مدرجة تتكون من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة الماليزية، وتهدف هذه الصناديق إلى تتبع حركة المؤشر الإسلامي.

الجدول رقم (02-04): صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في بورصة ماليزيا (2015-2016)

2016	2015	
4 صناديق	4 صناديق	صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية
8 صناديق	8 صناديق	إجمالي الصناعة
00.42	00.36	صافي الأصول المضافة من صناديق المؤشرات المتداولة.إ (بليون رينجيت)
1.9	1.71	صافي الأصول المضافة لإجمالي الصناعة (بليون رينجيت)
%22.11	%21.05	نسبة صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية من إجمالي الصناعة

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

يلاحظ من خلال الجدول رقم (02-04)، أن عدد صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية تقدر بـ 50% من إجمالي الصناديق سنة 2016، ويبلغ صافي قيمة أصولها 0.42 بليون رينجيت ماليزي، 22.11% من إجمالي صافي قيمة أصول صناديق المؤشرات المدرجة بالبورصة الماليزية.

3-1-4- صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والإحتصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الإستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية.

الجدول رقم (02-05): صناديق الاستثمار الإسلامية في بورصة ماليزيا (2015-2016)

2016	2015	
198 صندوق	193 صندوق	صناديق الاستثمار الإسلامية
627 صندوق	612 صندوق	إجمالي الصناعة
60.91	52.12	صافي الأصول المضافة من صناديق الاستثمار الإسلامية (بليون رينجيت)
358.47	346.58	صافي الأصول المضافة لإجمالي الصناعة (بليون رينجيت)
%16.99	%15.04	نسبة صناديق الاستثمار الإسلامية من إجمالي الصناعة

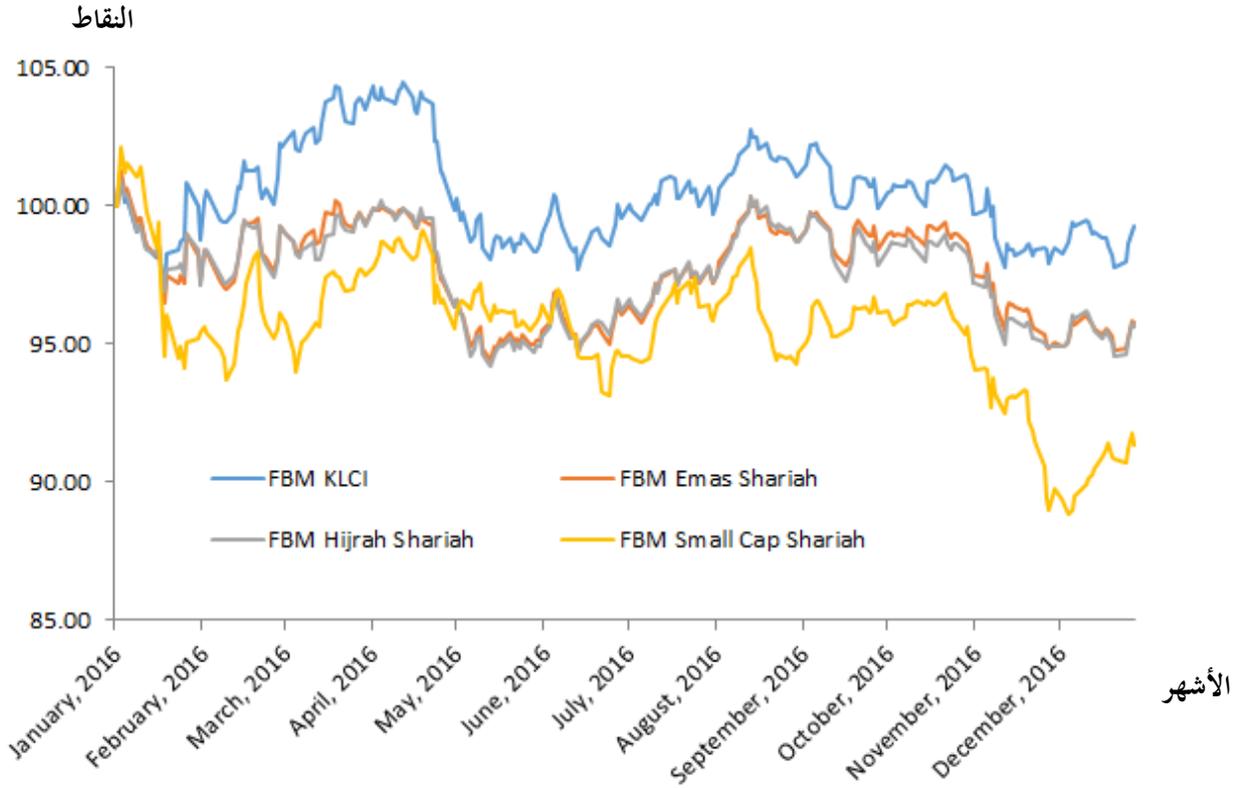
المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطور مستمر، فبعد أن كان عددها في سنة 2015 يقدر بـ 193 صندوق وصافي قيمة أصولها تقدر بـ 52.12 بليون رينجيت ماليزي، إرتفع عددها إلى 198 صندوق وبأصول قيمتها 60.91 بليون رينجيت سنة 2016.

3-1-5- مؤشر الشريعة تعتمد مؤشرات الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، حيث أن أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، ويمكن توضيح أداء مؤشرات البورصة الماليزية الشرعية لسنة 2016 على أساس المعيار العالمي في الشكل الموالي:

الشكل رقم (02-02): أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال سنة 2016



المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

صممت هذه المؤشرات لتلبية مطالب المستثمرين المحليين والأجانب الذين يرغبون ويسعون للاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، فهي بمثابة مؤشرات لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، وما يلاحظ من خلال الشكل أعلاه، أن سوق رأس المال الماليزي سجل أدائه الأعلى في الثلث الأول من السنة وبالتحديد في شهر أبريل 2016، هذا حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور*، بينما سجل المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز**، أضعف مستوى له في ديسمبر 2016، وهو ما يفسر تراجع طفيفاً في أداء سوق رأس المال الماليزي في نهاية سنة 2016.

3-2- الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك الإسلامية بماليزيا بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الإستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لإختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، حيث يتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الإستشارية الشرعية، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي.

الجدول رقم (02-06): تطور حجم الصكوك الإسلامية المصدرة في بورصة ماليزيا (2015-2016)

2016	2015	
32 صك	25 صك	عدد إصدارات الصكوك الإسلامية
63.73	48.33	حجم الصكوك المصدرة (بليون رينجيت)
140.99	118.46	إجمالي حجم السندات المصدرة (بليون رينجيت)
%45.20	%40.80	نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2017/07/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية بلغت 63.73 بليون رينجيت إذ حققت صناعة الصكوك الإسلامية نموا مطردا نهاية سنة 2016، كما ارتفعت حصة الصكوك الإسلامية في سوق السندات من 40.8% سنة 2015 إلى نحو 45.2% من إجمالي السندات نهاية سنة 2016، ويعود إقبال المستثمرين محليا ودوليا على سوق الصكوك الإسلامية الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية.

3-3- خدمات الوساطة

تؤدي فئة الوسطاء الماليين دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم، خاصة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطا بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعا، وإحدى خدماتها

هي توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها، ومن أهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق ما يلي:

3-3-1- السمسرة في التجربة الماليزية توفر بعض شركات السمسرة* خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها.

تتطلب البورصة الماليزية أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السمسرة المقيدون بالبورصة، وذلك لأن المتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال البورصة الماليزية للأوراق المالية، حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السمسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية، والغرض الأساس لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة.

3-3-2- إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها، كصناديق الاستثمار الإسلامية.

3-3-3- الرقابة الشرعية يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة في هذا السوق بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة، والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يقومون بدورها هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

4- الرقابية الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تعتبر الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذا السوق يحتاج إلى الإجهاد، لذلك كانت الحاجة ماسة لإيجاد هذه الجهة.

تمارس الرقابة الشرعية في التجربة الماليزية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتمثل

الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى إلتزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.

4-1- دور اللجنة الإستشارية الشرعية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي

يساهم المجلس مساهمة كبيرة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي والنهوض به، إذ تقوم اللجنة الإستشارية الشرعية بالتعاون مع سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة وإلتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.¹

4-2- معايير اللجنة الإستشارية الشرعية لتقييم الأوراق المالية الإسلامية

تحدد بورصة ماليزيا قائمة الأوراق المالية التي سيتم قبولها وإدراجها بها، والتي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية بناءً على المعايير التي وضعتها اللجنة الإستشارية الشرعية لتقييم حالة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في خلو أنشطة الشركات من التعامل بالربا والقمار والميسر والمتاجرة في المنتوجات والأوراق المالية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة، أو التعامل بالأنشطة الترفيهية غير المسموح بها شرعا.

وقد تم إصدار قائمة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة والمعتمدة من قبل اللجنة الإستشارية الشرعية، وقد قدرت بـ 671 ورقة مالية متوافقة للشريعة الإسلامية في نهاية سنة 2016، وتشكل 74.23% من مجموع الأوراق المالية خلال نفس السنة.²

المبحث الثاني: تجربة السودان في إقامة سوق مالية إسلامية

لعل ما يميز تجربة السودان في إقامة سوق مالية إسلامية عن التجارب الأخرى، هو أن نظامها المالي إسلامي بالكامل، وليس نظاماً مزدوجاً كما هو في البلدان الأخرى السابقة، وهذا ما يجعل هناك خصوصية لتجربة السودان، حيث كانت بداية أسلمة النظام المالي في سنة 1984، وكان هذا التوجه مدعوماً بقرار سياسي موحد، وكذلك بتنفيذ ممنهج من إدارات المؤسسات المالية الإسلامية.

مع تطور حجم المشروعات وتوسع نشاطها وإتساع نطاق أسواق منتجاتها وظهور الإنتاج الكبير، ومع انفصال الملكية عن الإدارة زادت حاجة المشروعات للمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بوظيفة تجميع مدخرات الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية والاستثمارية، كما ظهرت الحاجة إلى تدخل الدولة لضبط وتنظيم التعامل بين هذه المؤسسات المالية وتنظيم حركة الاستثمار والتعامل في الأوراق المالية الحكومية التي تصدرها الدولة لسد العجز في الموازنة العامة.

يؤدي سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً رئيسياً في مجال الصناعة المالية، من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمهنية والمصداقية، ووفقاً للمعايير والممارسات الدولية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال أحدث التقنيات وأفضل كوادرات بشرية مؤهلة، حيث قام بإصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والقانونية بهدف إنشاء سوق فعال يسعى لتعزيز دوره في البنية الاقتصادية المستدامة وسلامة المستثمرين والمتعاملين فيه.

المطلب الأول: طبيعة ونشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية سنة 2016 عامه الثاني والعشرين على تأسيسه، وشهدت مسيرة السوق عدة مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجلة التقدم بالسوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني.

1- نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ سنة 1962، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات التي بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك

الدولي، وفي سنة 1982 تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان، ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى سنة 1992.¹

بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في أوت 1992، وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990 – 1993)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في سنة 1992، وفي نوفمبر من نفس السنة أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لسنة 1982، ولكن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية، وفي سنة 1994 أجاز المجلس الوطني الإنتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، والذي أصبح بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً، وقد بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في 10 أكتوبر 1994، والسوق الثانوية (سوق التداول) في 2 جانفي 1995، بعدد 34 شركة مدرجة.²

2- تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية

بالرغم من حداثة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية، إلا أنه شهد تطوراً مستمراً وملحوظاً، وفي ما يلي لمحات عن أهم المراحل التي مر بها:³

بداية من سنة 1996 ارتفع عدد الشركات المدرجة فيه من 34 إلى 40 شركة، وشهدت سنة 1997 زيادة مقدرة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يعادل 31 مليون دولار أميركي إلى 139 مليون دولار أميركي، كما تم تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، وشهدت سنة 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية، وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لإستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي، وفي سنة 2001 كانت بداية إصدار صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، وتم إعلان مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سوداتل تقاطعياً في سوق أبوظبي للأوراق المالية في سنة 2003، كما تم توقيع إتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية في سنة 2004.

في سنة 2005 حصل إرتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه* سوداني، وإرتفاع في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97.3 في المائة، وإرتفاع في القيمة السوقية إلى 7.47 مليار جنيه سوداني، وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8 في المائة، وقد انضم السوق لإتحاد البورصات الإفريقية في سنة 2007، مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع، وفي سنة 2008 إكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي.

سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول في سنة 2009، وذلك منذ إنشاء سوقها الثانوية، حيث إرتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار جنيه سوداني مقارنة بـ 1.8 مليار جنيه سوداني في سنة 2008، أي بنسبة إرتفاع بلغت 19.5 في المائة، كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني، إذ تم وضع خطة عمل لتطوير السوق مكونة من 12 محورا، حيث جاءت هذه الخطة لتمثل الرؤية المستقبلية للسوق، وفي سنة 2010 حقق حجم التداول أكبر معدلاته متفوقا على سنة 2009 بمبلغ قدره 2.4 مليار جنيه سوداني، وفي نفس السنة تم إعتقاد السوق عضو دائم بصفة مراقب في إتحاد البورصات العربية، وفي سنة 2011 بدأ التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني، حيث تم تركيب وإختبار أنظمة التداول الإلكتروني وتدريب كل العاملين والوسطاء على هذه الأنظمة.

بعد إفتتاح منظومة التداول الإلكتروني سنة 2012 إرتفعت معدلات التداول إرتفاعاً كبيراً عن السنة السابقة نتيجة لتطبيق نظام التداول الإلكتروني، حيث بلغ حجم التداول 3.1 مليار جنيه سوداني مقارنة مع 2.6 مليار جنيه سوداني في السنة السابقة، وقفز عدد العقود المنفذة من 7870 عقداً إلى 12719 عقداً، وفي سنة 2013 واصل حجم التداول في الإرتفاع، حيث بلغ 3.9 مليار جنيه سوداني، وفي سنة 2014 تمت إجازة قانون جهاز تنظيم سوق رأس المال السوداني، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2014 بواسطة مجلس الوزراء، كما تم تدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، وشهدت هذه السنة توقيع إتفاقية التعاون مع البورصة المصرية، وفي ذات الإطار شهدت علاقات السوق الخارجية إنضمام السوق لعضوية منظمة إتحاد مراكز الإيداع بأفريقيا والشرق الأوسط.

قام سوق الخرطوم للأوراق المالية في سنة 2015 بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة به، كما تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، وفي سنة 2016 أجاز المجلس الوطني قانون سلطة تنظيم أسواق المال لذات السنة، والذي بموجبه تم فصل السلطة الرقابية عن التنفيذية، وفي مطلع سنة 2017 إنتقل سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى مقره الرئيسي، وأصبح يمارس كل نشاطاته من داخل مقره

الرئيسي، كما تم تغيير هيكله التنظيمي ووفقا لقرار مجلس الإدارة، وفي شهر أفريل من نفس السنة فاز سوق الخرطوم للأوراق المالية بجائزة أفضل بورصة مستقرة ومستدامة في شمال افريقيا، والتي نظمتها مجلة CFI* لسنة 2017.

3- أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على أن تكون للسوق الأغراض التالية:¹

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء؛
- تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني؛
- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد السوداني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية؛
- تطوير وتنمية سوق الإصدارات، وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام من قبل الجمهور؛
- ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين؛
- إقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك بما يحقق الإستقرار المالي والاقتصادي في السودان، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه

ينقسم سوق الخرطوم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية وثانوية وأخرى ثالثة، ويتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، والتي من أبرزها الأسهم والصكوك.

1- مكونات سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتكون سوق الخرطوم للأوراق المالية من ثلاثة أسواق، سوق أولية وسوق ثانوية وأخرى ثالثة.

1-1- السوق الأولية

هو السوق الذي يجري فيه إصدار الأوراق المالية (الأسهم والصكوك)، وطرحها للإكتتاب العام* وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية واللوائح التنظيمية لقانون سلطة تنظيم أسواق المال.¹

الجدول رقم (02-07): تطور إصدارات سوق الخرطوم للأوراق المالية (2010-2017)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
67	66	66	60	59	56	55	عدد الشركات المدرجة
20883	21282	16920	15171	15284	13232	11579	قيمة الإصدارات (م.ج.س)

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على؛ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، جمهورية السودان، 2013، 2017.

ما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، هناك نمو طفيف لعدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وبالمقارنة بعدد شركات المساهمة العامة بالسودان، فإن نسبة الشركات المدرجة ضعيف جدا، ويرجع السبب إلى أن معظم الشركات في السودان عائلية ولا يرغب أصحابها في تحويلها إلى مساهمة خشية الهيمنة عليها خارجيا.

يلاحظ من خلال تطور إصدارات السوق الأولية خلال الفترة (2010-2016)، نمو مضطرد في حجم الإصدارات، ويدل ذلك على زيادة مساهمة سوق الخرطوم للأوراق المالية في الاقتصاد السوداني، من خلال ضخ تمويل حقيقي للأسهم من ناحية، ومن أخرى الصكوك التي من شأنها توفر للدولة تمويلا لمشاريعها المختلفة.

1-2- السوق الثانوية

تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق،² وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

1-2-1- السوق المنظمة يتم فيها إدراج شركات مساهمة عامة مستوفية كل شروط الإدراج، من حيث رأس مالها الذي يحدده قانون الشركات، على أن يكون مدفوعاً من قيمة الأسهم 50% على الأقل، وتكون قد مضى على نشاطها أكثر من سنة، وعلى أن تلتزم بمسك المستندات المالية ونشر المعلومات والتقارير المالية سنوياً.¹

الجدول رقم (02-08): تطور أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية (2010-2016)

السنوات	حجم التداول الكلي (الجنيه السوداني)	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة
2010	2422315002	166548512	1791114	4056906
2011	2562626975	106512121	7333445	3892066
2012	3073607167	172580585	5793575	5116623
2013	3885405658	80857419	1447341	6983324
2014	5762717820	175035760	1198891	9996076
2015	6250361501	272436635	1068892	11222669
2016	4364326340	308331838	724021	7924732

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على؛ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، جمهورية السودان، 2010-2016.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، إرتفاع حجم تداول بشكل عام، وهو ما يعكس التوجه الاستثماري لدى المستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية من جهة، والأداء الجيد لهذا الأخير من جهة أخرى، كما يلاحظ أن هناك تذبذب في تداول الأسهم بالسوق، غير أنه وبعد إدخال نظام التداول الإلكتروني سنة 2012 وصدور قانون جهاز تنظيم سوق الخرطوم لسنة 2014، إنعكس ذلك على تطور تداول الأسهم وبشكل مستمر، إلى أنه وصل نهاية سنة 2016 إلى 308331838، بقيمة بلغت 300303074 جنيه سوداني.

كما يلاحظ من خلال الجدول (02-08) أعلاه، زيادة كبيرة في تداول الشهادات الحكومية خلال الفترة 2010-2016، حيث إرتفع إجمالي تداولها خلال هذه الفترة إلى أكثر من 95%، وعلى عكس ما سبق، فإن الصكوك الحكومية (صرح) شهدت إنخفاضاً في تداولها، ويرجع هذا إلى طبيعة وإنخفاض حجم إصدارها، هذا الأخير يرتبط بالخطط والمشاريع الخاصة بالدولة.

2-1-2- السوق الموازية يتم فيها إدراج شركات مساهمة عامة بشروط إدراج أقل من السوق المنظمة، على أن تكون شركة مساهمة عامة سودانية، وأن يكون مدفوعا 25% على الأقل من قيمة السهم، ويمكن للشركة أن تنتقل من السوق المنظمة إلى السوق الموازية إذا قل عدد المساهمين فيها عن 100 مساهم، أو لم تحقق أرباحا لمدة سنتين متتاليتين، أو إنخفضت حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع أو إذا لم يتم تداول أسهمها لمدة 6 أشهر، كما يمكن للشركة في السوق الموازية الترفع للسوق المنظمة متى أستوفت شروط الإدراج في السوق المنظمة.¹

3-1- السوق الثالثة

يتم فيها التحويلات المتعلقة بالجانب العائلي والإرثي، وتحويلات الأقارب للدرجة الثالثة والتحويلات خارج السودان والتحويلات بأمر المحاكم وخلافه.²

2- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية

يمكن تقسيم سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام رئيسية، وهذا حسب الأدوات المتداولة فيه.

2-1- الملكية الإسلامية

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية لسوق الخرطوم للأوراق المالية، وما يتعلق بالأسهم كصناديق الاستثمار الإسلامية، إضافة إلى مؤشر سوق الخرطوم الذي يعتبر مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في السودان، وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي:

2-1-1- الأسهم العادية

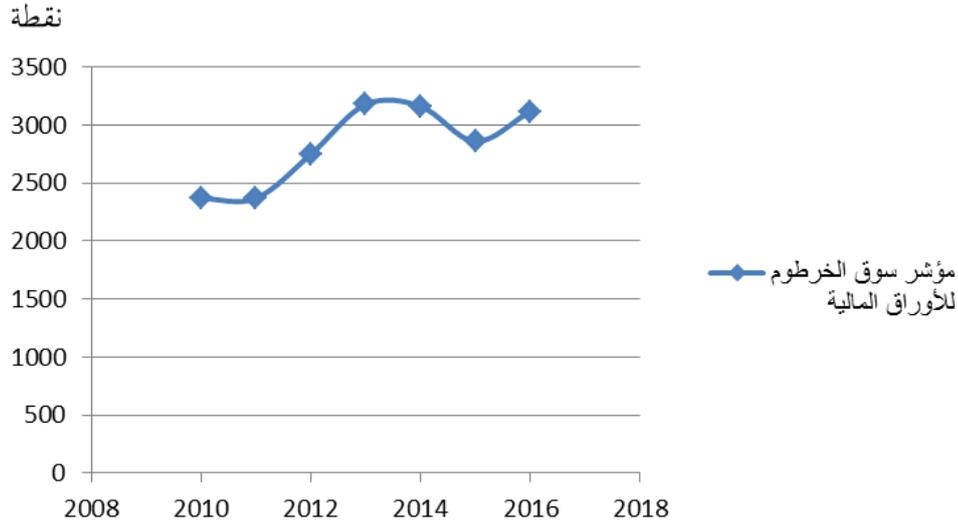
هي تلك الأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والصادرة عن الشركات المساهمة العامة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.³

2-1-2- صناديق الاستثمار تخضع صناديق الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى رقابة مجلس

الإدارة، ويكون للصندوق شخصية اعتبارية وذمة مالية منفصلة عن الجهة التي أنشئته، فهو يهدف إلى تجميع أموال الغير وإدارتها واستثمارها في الأغراض المنصوص عليها في نشرة الإصدار.⁴

2-1-3- مؤشّر سوق الخرطوم للأوراق المالية الهدف من عمل المؤشّر هو قياس التغيّر الذي يطرأ علي أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة معينة، وقد تم الإعلان عن مؤشّر الخرطوم في شهر أكتوبر من سنة 2003، وتم إحتسابه وفقاً لمنهجية صندوق النقد العربي بإستخدام الأرقام المتسلسلة وفق الصيغ المرححة بعدد الأسهم المدرجة بالسوق خلال فترة المقارنة، وتم اختيار سنة 2003 كأساس، وتأخذ صيغة إحتساب المؤشّر بعين الإعتبار أثر الزيادة أو النقصان الناجمة عن تغيّر عدد الأسهم أو في حالة زيادة أو تخفيض رأس مال الشركة أو إضافة شركة جديدة أو شطب شركة كانت مدرجة أو في حالة تجزئة قيمة سهم شركة أو توزيع أسهم مجانية.¹

الشكل رقم (02-03): أداء مؤشّر سوق الخرطوم للأوراق المالية (2010-2016)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على؛ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، جمهورية السودان، 2010-2016،

يوضح الشكل أعلاه، أداء مؤشّر سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث إستهل المؤشّر بألف نقطة في سنة 2003، حتى بلغ 3118.93 نقطة في نهاية 2016، وهي قفزة معتبرة تدل على تطوره، حيث سجل أعلى أدائه بـ 3178.07 نقطة سنة 2013، وتحديد بعد إدخال نظام التداول الإلكتروني.

2-2- الصكوك الإسلامية

يمكن تصنيفها بإعتبار الجهة التي أصدرتها إلى ما يلي:

2-2-1- صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية محددة تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية عن طريق عقود الإجارة والمراجعة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، وتقوم آلية عمل هذه الصكوك على ثلاثة أطراف، متمثلة في المستثمرون (رب المال)، وشركة السودان للخدمات المالية* (المضارب)، ووزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة طالبة التمويل)، إذ تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة المضاربة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين وزارة المالية على عقود الإجارة والمراجعة الإستصناع والسلم،¹ وبهذا تتضح إسلامية هذه الصكوك، وتحدد نسبة ربح الشركة في الغالب على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92 بالمائة، والمضارب (الشركة) بنسبة 8 بالمائة.²

2-2-2- شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) عبارة عن صكوك مالية تقوم على أساس شرعي تصدرها وزارة المالية تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية يتم إصدارها بواسطة الدولة مقابل حقوق ملكيتها في عدد من المؤسسات الراجعة نيابة عن جمهورية السودان ويتم تداولها بسهولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوكالة.³

2-2-3- شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) تصدر عن صندوق ليس له نهاية (مفتوح المدة) وهي حصرية على المصارف والصناديق والمؤسسات المالية التابعة للقطاع العام، ويتم تسجيل شهادات الصكوك التي تم

تخصيصها بإسم الجهة مقدمة الطلب في سجل خاص يتم إعداده بواسطة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (الوكيل عن المستثمرين وهي المؤجر والمدير)، ويتم التداول في هذه الصكوك في السوق حسب اللوائح والإجراءات المحددة، كما يمكن تداولها في سوق ما بين البنوك.¹

2-2-4- شهادات المشاركة بالبنك المركزي (شمم) يتم تجميع أصول مملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي خاصة في صندوق، وتوزع قيمة هذا الصندوق إلى أنصبة متساوية (شهادات) لها قيمة إسمية، ومشتري هذه الشهادات يكون مشاركا في الصندوق بقيمة شهادته، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية بين البنوك فقط، وتصدر هذه الشهادات على أساس مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكونة للشهادات، وتقوم آلية عمل هذه الصكوك على ثلاثة أطراف، متمثلة في المستثمرون (البنوك)، والشركة (مدير الصندوق)، بنك السودان المركزي (المالك للأصول المكونة للشهادات والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة).²

2-2-5- شهادات الاستثمار الحكومية (شامة) عبارة عن صكوك مالية تقوم على أساس صيغة إجارة بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها، وتقوم آلية عمل هذه الصكوك على ثلاثة أطراف، متمثلة في المستثمرون (رب المال)، والشركة (المضارب)، ووزارة المالية (بائع الأصل والمستأجر له بإجارة تشغيلية).³

2-3- الوساطة المالية والخدمات

يتم تداول الأوراق المالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق شركات الوساطة المالية، حيث يخصص السوق هيئة شرعية لمراقبة أعماله ومعاملاته وأنشطته والتأكد من إتزامها لأحكام الشريعة الإسلامية.

2-3-1- شركات الوساطة المالية هي الشركات التي تنحصر أغراضها في القيام بأعمال الوساطة المالية التي يخصصها مجلس إدارة السلطة، ويكون مجال أعمال الوساطة المالية كالاتي:⁴

- شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء، أو لصالح محفظة الوسيط المالي؛

- تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية، وتغطيتها؛

- الإستشارات والنصح المالي؛

- تكوين وإدارة محافظ الغير للأوراق المالية، وكذا صناديق الاستثمار؛

- الترويج لتأسيس شركات المساهمة العامة.

2-2-1- هيئة الرقابة الشرعية تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتتشكل بقرار من مجلس الوزراء من أربعة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إمام بالمعاملات المالية،¹ وتكون للهيئة الإختصاصات والسلطات الآتية:²

- بالرقابة على أعمال ومعاملات وأنشطة السوق والتأكد من إلتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية؛

- إصدار الفتاوى الشرعية في الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية، وذلك في كل ما يتعلق بمعاملات السوق وأسواق المال؛

- مراجعة القوانين واللوائح والقواعد والأوامر والمنشورات التي تنظم أعمال السوق وأسواق المال وصناديق الاستثمار، للتأكد من توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

- التعاون مع السلطة والسوق وأسواق المال وصناديق الاستثمار، على إعداد البحوث والدراسات التي تؤدي إلى تطوير الأداء في مجال أسواق المال؛

- الإطلاع على المستندات والوثائق والسجلات والعقود والمكاتبات من الجهات ذات الصلة التي ترى أنها لازمة وضرورية لتمكينها من أداء مهامها.

المبحث الثالث: تجربة إقامة السوق المالية الإسلامية الدولية

ظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية كمؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والنقد الإسلامية، وبالتالي إقامة السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية، كما تركز السوق المالية الإسلامية على المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية والنوافذ الإسلامية في المصارف التقليدية من أجل تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة، مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية الدولية، كذلك العمل على إعداد معايير موحدة تحكم عمليات إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية تبعاً لمقتضيات السوق المالية الإسلامية.

بفضل الجهود المشتركة لعدد من البلاد الإسلامية التي حققت تقدماً في الإصدارات الإسلامية تم إنشاء سوق مالية إسلامية دولية اتخذت من البحرين مقراً لها، حيث تدعم هذه السوق بعض الهيئات التنظيمية والحكومية مثل هيئة الخدمات المالية في إندونيسيا، ومركز دبي المالي العالمي، وبنك باكستان الوطني، وبنك كازاخستان الوطني، وعدد من المؤسسات المالية الدولية والإقليمية العاملة في التمويل الإسلامي.

المطلب الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية

يتم التعامل في السوق المالية الإسلامية الدولية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تسعى هذه السوق إلى تطوير وتنظيم وإقامة أسواق مالية إسلامية، وفي هذا المطلب سيتم أخذ نظرة عامة حول نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية الدولية، وإبراز أهم أنشطتها وأهدافها وآلية العمل فيها، وذلك من خلال النقاط الآتية:

1- نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية

تسعى السوق المالية الدولية أن تكون مركزاً مالياً دولياً كبيراً ومتطوراً، حيث جاء الإتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين بإعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية.

في سنة 1987، تم الترخيص لإنشاء أول بنك إسلامي في البحرين، وهو بنك البحرين الإسلامي، ومنذ ذلك الحين تطور القطاع الإسلامي تطوراً معتبراً إستجابة لرغبة العملاء في إجراء أنشطتهم المالية على نحو يتماشى مع الشريعة الإسلامية، حيث بدأ حجم ونشاط البنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية وصناديق

الاستثمار الإسلامية في الإنتشار، إضافة إلى إصدار عدة صكوك إسلامية تتداول في أسواق العالم،¹ مما أصبحت البحرين* من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية (38 مؤسسة) وبها عدد من المؤسسات والهيئات المالية الإسلامية الدولية، كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، ومركز إدارة السيولة، ومن هنا جاء الإتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين.

أنشئت السوق المالية الإسلامية الدولية* بموجب المرسوم الملكي رقم (23) بتاريخ 2002 كمنظمة غير ربحية مقرها البحرين،² حيث أسست بفضل الجهود المشتركة لكل من البنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة نقد البحرين والبنك المركزي في اندونيسيا والسودان ووزارة المالية بروناي وهيئة الخدمات المالية الخارجية ممثلة عن ماليزيا،³ وبالإضافة إلى الأعضاء المؤسسين، وتدعم المؤسسة أيضا بعض الهيئات التنظيمية والحكومية مثل هيئة الخدمات المالية في إندونيسيا، ومركز دبي المالي العالمي، وبنك باكستان الوطني، وبنك كازاخستان الوطني، وعدد من المؤسسات المالية الدولية والإقليمية العاملة في التمويل الإسلامي، فضلا عن المشاركين الآخرين في السوق.⁴

تشكل إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجتين أساسيتين هما اللجنة الشرعية التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد، وتختص بتقرير مدى إنسجام الأدوات الاستثمارية مع

مبادئ الشريعة الإسلامية، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات، هذا بالإضافة إلى رئيس تنفيذي،¹ لذلك فإن إختصاصاتها تتمثل إجمالاً فيما يلي:²

- المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك التقليدية والنوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية، ومن خلال هذه المصادقة يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية؛

- إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية؛

- إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

2- آلية عمل السوق المالية الإسلامية الدولية

تتميز آلية العمل في السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بإلتزام كل عناصرها بأحكام وقيم وتوجيهات الشريعة الإسلامية، ويتضح ذلك من خلال ما يلي:³

2-1- من حيث الأوراق المالية المتداولة فيها

حسب نص المادة رقم 03 من المرسوم الملكي رقم 23، المتعلق بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية لسنة 2002، فإنه يتم التعامل بالأسهم والصكوك الإسلامية التي تعتمد على الإجارة أو المشاركة أو الإستصناع أو السلم أو المضاربة أو المراجعة، وغيرها من المنتجات المالية الإسلامية التي تتعامل معها المصارف الإسلامية في جميع أنحاء العالم، وهكذا يتضح أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية العادية بوفرة الأدوات وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على العديد من الأنواع، فضلاً على أن الأدوات فيها تعبر عن أموال مستمرة في اقتصاد حقيقي وليست أدوات مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

2-2- من حيث المتعاملين

التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية، ولكن تتعامل فيها أيضاً المؤسسات الأخرى التقليدية ومن غير المسلمين، ففي سنة 2003 أصدر البنك الإسلامي للتنمية صكوك إجارة بمبلغ 400 مليون دولار وطرحها للإكتتاب العام، ومع أن العملية تمثل إصداراً إسلامياً إلا أنها جذبت مشتريين من مؤسسات تقليدية اكتتبت في حوالي 70% من الإصدار ومنها بنوك مركزية من دول عديدة اكتتبت في حوالي 40% من 70%.

2-3- من حيث أساليب وصور التعامل

يتم التعامل في السوق الإسلامية الدولية وفقاً للأحكام الشرعية، وبالتالي يتم الإلتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها، كما يتم الإلتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعاً، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسب ما يجري العمل في السوق التقليدية ولا بالمستقبليات بالصورة التي تتم، بل بطريقة بيع السلم، ولا الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف.

3- أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية

تتلخص أهداف السوق المالية الدولية في ما يلي:¹

- تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى تأسيس وتطوير سوق مالية إسلامية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإيجاد سوق ثانوية نشطة على نحو يتيح درجة عالية من السيولة للأدوات المالية الإسلامية؛
- المساهمة في تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد العالمي، وتقوية الترابط والتكامل بين المراكز المالية الإسلامية لتؤسس وتطور وتروج لسوق مالية ثانوية تتاجر بالمنتجات والوسائل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، إضافة إلى تفعيل وضبط الأدوات التمويلية الدولية للتجارة والتدفقات الرأسمالية بما يتوافق والشريعة الإسلامية؛

- تعزيز التوافق في التفسيرات الشرعية المتعلقة بتطوير المنتجات المالية الإسلامية، والممارسات المصرفية الإسلامية التي يمكن قبولها عالمياً؛

- العمل على تنسيق وتحسين السوق بتوفير المعلومات لمتخذي القرار، وتشجيع تسويق الأدوات المالية الإسلامية.

4- أنشطة السوق المالية الإسلامية الدولية وتركيزها الحالي

تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى تأسيس وتطوير سوق مالية إسلامية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، والمساهمة في تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد العالمي، وبغية تحقيق هذه الأهداف قامت بعدة أعمال وأنشطة، يمكن إيجازها فيما يلي:¹

في جانفي 2004، وقعت السوق المالية الإسلامية الدولية مذكرة تفاهم بغية تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء، وفي هذا الإطار، وقعت إتفاقية بينها وبين بورصة البحرين وتم ذلك في جوان 2004، حيث تم الإتفاق على زيادة فعالية المشاريع، وتبادل الخبرات والمعلومات لتسهيل عمليات إدراج ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية عالمياً، إضافة إلى التعاون لتحسين السيولة في السوق، كما نظمت السوق المالية الإسلامية الدولية جلسة عمل مع بنك الدولة بباكستان ومؤسسة نقد البحرين لتطوير السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية، وفي نفس الإطار قامت في أفريل 2007 بتنظيم ورشة عمل فنية عالية المستوى لتطوير منتجات سوق الصكوك الإسلامية ونظام إدارة المخاطرة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد الدولي.

قامت السوق المالية الإسلامية الدولية في مارس 2010 وبالتعاون مع الإتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات، بنشر الإتفاقية الرئيسية للإتحاد الدولي للمقايضات، والتي تمثل خطوة أساسية وجوهرية في سياق تطوير صفقات التحوط المتفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما تعتبر الإتفاقية بمثابة الخطوة الأولى نحو وضع مجموعة متكاملة من التأكيدات والإصلاحات الضرورية في القانون، إضافة إلى المزايا والمنافع الأخرى التي تفيد سوق الخدمات المالية الإسلامية، وفي ديسمبر 2010 تم طرح الوثائق النهائية لبعض المنتجات الإسلامية كالتحوط وعقود مراجعة الخزينة بهدف توحيد أدوات تمويل الصناعة الإسلامية عالمياً.

نضمت السوق المالية الإسلامية الدولية ندوات حول الأسواق المالية الإسلامية إستضافتها كل من فرع ناتيكسيس دبي يوم 14 ماي 2015، وسلطة النقد في سنغافورة يوم 2 جوان 2015، ومصرف البحرين المركزي يوم 1 ديسمبر 2015، كما نضمت ورشات عمل مشتركة حول التحوط الإسلامي وإدارة السيولة، بالتعاون مع كراتشي يوم 6 أكتوبر 2015، وبالتعاون مع بنك الأهلي التجاري بالرياض في نوفمبر 2015، وفي 10 ماي 2016 نضمت ورشة عمل حول التمويل الإسلامي، التي استضافتها لابوان بماليزيا، وفي نفس الإطار تم بتاريخ 5 ديسمبر 2016 عقد دورات متخصصة استضافتها مصرف البحرين المركزي، وفي 10 أبريل 2017، نضمت السوق المالية الإسلامية الدولية ورشة عمل حول معايير التحوط الإسلامي في كوالالمبور بماليزيا.

ينصب إهتمام السوق المالية الإسلامية الحالي والمستقبلي على معالجة إحتياجات التوحيد والمواءمة الشرعية للصناعة المالية الإسلامية في مجال تمويل الشركات وتمويل التجارة، إضافة إلى القيام بالإصلاحات القانونية في الأسواق المالية الإسلامية، وتنظيم الدورات المتخصصة والاجتماعات الإستشارية في السوق والندوات وورش العمل حول متطلبات السوق، فضلا عن هذا السعي على توفير منصة عالمية من خلال جلب الهيئات التنظيمية والمؤسسات المالية، وأسواق الأوراق المالية، ومقدمي خدمات البنية التحتية وغيرهم من المشاركين في السوق.

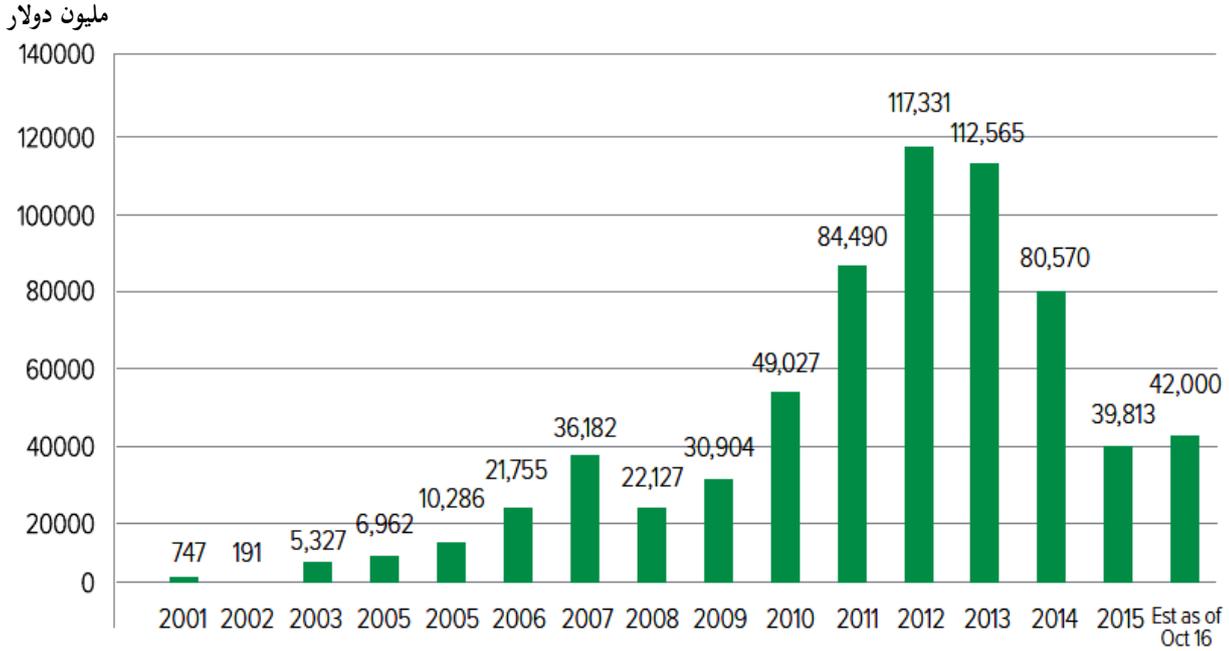
5- أداء السوق المالية الإسلامية الدولية

يتم التعامل في السوق المالية الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتحت رقابة اللجنة الشرعية، إذ حققت السوق تقدما ملحوظا في الإصدارات من الصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة تختلف أحكامها تبعا لإختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدرت على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول.

5-1- إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية من الصكوك المحلية

حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها، غير أنها شهدت مجموعة من التحديات الاقتصادية والمالية والسوقية، أبرزها الأزمات المالية والنقدية والنفطية، إضافة إلى تغيير المشهد السياسي، حيث أظهرت سوق الصكوك تقبلها في حجم إصداراتها، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (02-04) الموالي.

الشكل رقم (02-04): تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة (2001-2016)



Source: International Islamic Financial Market, Newsletter, Bahrain Issue1, March 2017, p7.

يتضح من الشكل أعلاه، أن إصدار الصكوك الإسلامية شهد رواجاً واسعاً منذ إنطلاقه سنة 2001، حيث إرتفع حجم الإصدارات المحلية إلى أن بلغ 36.182 مليار دولار سنة 2007، بمقدار نمو 47.43 مقارنة بسنة 2001، ويرجع ذلك لفائض السيولة الذي ظهر في المصارف الإسلامية نتيجة الطفرة النفطية التي عرفتها خاصة دول الخليج التي عملت على البحث على فرص توظيف تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وفي سنة 2008 عرف حجم الإصدار المحلي من الصكوك الإسلامية تراجعاً بنسبة 38.84% حيث بلغت قيمته 22.127 مليار دولار، وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، لتعرف بعدها سوق الصكوك الإسلامية المحلية رواجاً كبيراً ومنتسارعا إلى أن يصل أعلى قيمة لها منذ نشأتها وذلك سنة 2012، ويرجع ذلك إلى زيادة المشاريع والبرامج الإنفاقية الضخمة التي أطلقته الحكومات، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية، وعودة الحركة الاقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية.

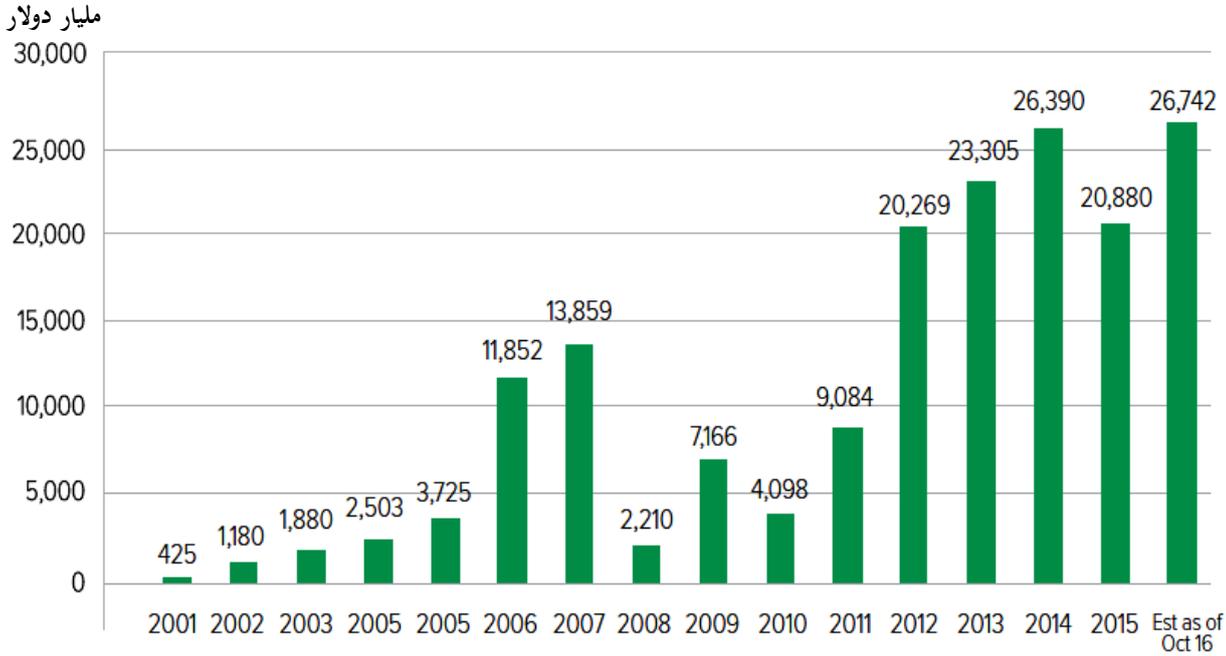
بداية من سنة 2013 شهدت حجم الإصدارات تراجعاً إلى أن وصلت 39.813 مليار دولار سنة 2015، بمعدل إنخفاض 66.06%، وهذا بالرغم من الإصدارات الجديدة سنة 2015 في كل من إندونيسيا والبحرين، ويرجع سبب الإنخفاض بدرجة أولى إلى التراجع الكبير في حجم إصدارات ماليزيا، هذه الأخيرة تملك حصة الأسد في حجم الإصدارات بالسوق المالية الإسلامية الدولية، وفي سنة 2016 سجل حجم الإصدارات

المحلية من الصكوك الإسلامية إرتفاعا وصل إلى 42.000 مليار دولار بنسبة 5.49%، ويرجع ذلك للإصدارات الجديدة للصكوك الصادرة من البنك المركزي الماليزي من أجل إدارة السيولة.

5-2- إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية من الصكوك الدولية*

حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وإنتشارها، وعلى الرغم من التحديات الاقتصادية العالمية والظروف السوقية، والعملة المتقلبة، وتغيير المشهد السياسي في بعض البلدان المتقدمة، إلا أن سوق الصكوك لديها أظهرت مرونة ونمو في حجم الإصدارات، وهذا ما يوضحه الشكل أذناه.

الشكل رقم (02-05): تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة (2001-2016)



Source: International Islamic Financial Market, Newsletter, Bahrain Issue1, March 2017, p7.

يتضح من الشكل أعلاه، أن إصدار الصكوك الإسلامية شهد هو الآخر رواجاً واسعاً منذ إنطلاقه سنة 2001، حيث إرتفع حجم الإصدارات الدولية إلى أن بلغ 13.859 مليار دولار سنة 2007، بمقدار نمو 31.6 مقارنة بسنة 2001، أما سنة 2008، بلغ حجم الإصدار الدولي 2.210 مليار دولار، حيث عرف تراجعاً كبيراً بنسبة 84%، وذلك بسبب إنعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالإبتعاد عن الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية لأن هذه الأداة مازلت حديثة، لتعرف بعدها الصكوك الإسلامية الدولية رواجاً كبيراً إلى أن وصلت ذروتها سنة 2014، حيث بلغت 26.390 مليار

* الصكوك الدولية: تلك الصكوك التي تصدرها المؤسسات الداعمة للسوق المالية الإسلامية الدولية وغيرها من المؤسسات المالية في أنحاء العالم.

دولار بمقدار نمو 10.9، وذلك بسبب عودة الحركة الاقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية، غير أنها إنخفضت سنة 2015 لتبلغ 20.880 مليار دولار، ويعزى هذا الإنخفاض في حجم الصكوك الدولية إلى أن هناك عدد قليل جدا من الصكوك طويلة الأجل، وأغلب الصكوك تم إستحقاقها في سنة 2014 ولم يتم إصدارها مرة أخرى في سنة 2015 كتلك الصادرة عن شركة جنرال إلكترونيك في دبي، وشركة الاستثمار التنموي في الإمارات العربية المتحدة، وفي سنة 2016 حققت إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية رقما قياسيا بلغ 26.742 مليار دولار، ليتجاوز إصدارات سنة 2014، ويرجع ذلك لحجم الإصدارات الضخمة لخط الأنايب في نوفمبر وديسمبر من سنة 2016.

بالرغم من التأثير السلبي المتباطئ للاقتصادات الكبرى على سوق الإصدارات، إلا أن من المتوقع أن يرتفع معدل نمو حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية خلال السنوات المقبلة، وذلك بناء على ما يلي:

- صدور صكوك طويلة الأجل في عدد من الدول الجديدة، وهي جنوب أفريقيا والمملكة المتحدة وعمان وهونغ كونغ وساحل العاج والسنغال ولوكسمبورج؛
- أصدرت شركة طيران الإمارات العربية المتحدة مبلغا قدره 913 مليون دولار أمريكي من الصكوك الإسلامية لتمويل شراء طائرتها بصيغ تمويلية أولى من نوعها؛
- إصدار صكوك دولية لمدة 30 سنة من قبل الحكومة الماليزية، وكذلك الإصدارات المحلية في إندونيسيا والمملكة العربية السعودية.

المطلب الثاني: المؤسسات المساندة للسوق المالية الإسلامية الدولية

تدعم السوق المالية الإسلامية الدولية بعض الهيئات التنظيمية والحكومية، وعدد من المؤسسات المالية الإسلامية الدولية والإقليمية العاملة في التمويل الإسلامي، كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، والمركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم.

1- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية*

هي إحدى أبرز المنظمات الدولية الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية، ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح، تأسست في 27 مارس 1991، ومقرها الرئيسي بمملكة البحرين،¹ ولها منجزات مهنية بالغة

الأثر على رأسها إصدار 98 معياراً في مجالات المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحوكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي إعتدتها البنوك المركزية والسلطات المالية في مجموعة من الدول بإعتبارها إلزامية أو إرشادية، كما تحظى الهيئة بدعم عدد من الأعضاء، من بينهم مصارف مركزية وسلطات رقابية ومؤسسات مالية وشركات محاسبة وتدقيق ومكاتب قانونية لأكثر من 45 دولة، وتطبق معايير الهيئة حالياً المؤسسات المالية الإسلامية الرائدة في مختلف أنحاء العالم، والتي وفرت درجة متقدمة من التجانس للممارسات المالية الإسلامية على مستوى العالم.¹

تهدف الهيئة في إطار قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية إلى:²

- تطوير فكر المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية مع الأخذ في الإعتبار المعايير والممارسات الدولية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- نشر فكر المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات المتعلقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية وتطبيقاتها، عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث والتقارير وغير ذلك من الوسائل؛
- إعداد وإصدار معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات للمؤسسات المالية الإسلامية، وتفسيرها للتوفيق ما بين الممارسات المحاسبية وإجراءات المراجعة التي تتبعها المؤسسات المالية الإسلامية، والإرتقاء بالممارسات الأخلاقية المتعلقة بأنشطتها؛
- إعداد وإصدار معايير شرعية ومتطلبات شرعية لصيغ الاستثمار والتمويل والتأمين، وتفسير هذه المعايير والمتطلبات الشرعية، من أجل تحقيق التطابق أو التقارب في التصورات والتطبيقات بين هيئات الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- تقديم البرامج التعليمية والتدريبية، بما في ذلك برامج التطوير المهنية المتعلقة بالمحاسبة والمراجعة والأخلاقيات والحوكمة والمبادئ الشرعية والمجالات الأخرى المرتبطة بها، وذلك من أجل رفع الوعي وزيادة المعرفة بالصيرفة والتمويل الإسلامي؛

- السعي لإستخدام وتطبيق المعايير والبيانات والإرشادات التي تصدرها الهيئة من قبل كل من الجهات الرقابية ذات الصلة والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها ممن يباشر نشاطا ماليا إسلاميا ومكاتب المحاسبة والمراجعة.

2- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

تعتبر الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف* من أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية، وهي وكالة متخصصة في تصنيف المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتحديد مدى اعتمادها على مؤسسات مالية دولية تقليدية، لذلك يعتبر دورها مكملا للأنشطة المالية الإسلامية كونها تقوم بتقييم المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها، حيث تأسست سنة 2005 كشركة مساهمة مقرها البحرين، من طرف عدد من البنوك الإسلامية، ومؤسسات التصنيف الائتماني، بقيادة البنك الإسلامي للتنمية، وهدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي، وذلك عبر توفير تقويم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد.¹

تم إنشاء الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك، للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، من أجل إتاحة إستخدامها من قبل أي شخص أو مؤسسة، بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والبنوك والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم، لذلك تهدف الوكالة إلى:²

- تصنيف المؤسسات العامة والخاصة؛
- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن حسائر المؤسسة المصنفة المحتملة مستقبلا؛
- إجراء تقييم مستقل عن مدى إتفاق المؤسسة أو الأداة المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- بث البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير سوق رأس المال الإسلامية؛
- أن تكون أداة فاعلة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية؛

- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية؛
- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية الإسلامية بما يضمن القوة والشفافية على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها؛
- تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي.

بناء على ما سبق، تهدف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف إلى مساعدة المصارف الإسلامية على تنمية أعمالها وطرح أوراقها في السوق الدولية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبلها، خصوصا مع المصارف الأجنبية، كما أنها تضيفي الشفافية المطلوبة على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها من تقييم حجم المخاطر التي تواجهها، إضافة إلى تقديمها إستشارات وخدمات للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، وبذلك فهي تتطلع بأن تكون الجهة المرجعية النهائية للتصنيف الإئتماني وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

3- مركز إدارة السيولة

هو شركة مساهمة بحرينية تأسس سنة 2002، وحصل على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي، حيث يقوم بإدارة وتنظيم عمليات التمويل الإسلامي، والمساهمة في إقامة وتأسيس سوق ثانوية نشطة لتداول الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما يساهم في إعداد خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والموازنة بين موارد المصارف مع السيولة واستخداماتها، وهذا بغية تنمية وتطوير السوق المالية الإسلامية، وقد أطلق المركز موقعه على شبكة الإنترنت في أكتوبر 2005، بهدف تسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك مجانيا، حيث يتم عرض جميع نتائج التسجيل عبر بوابة خاصة في الموقع ومتوفرة لجميع متصفح الموقع، مع عرض مؤشرات أسعار مجموعة من الصكوك المسجلة، ويهدف المركز إلى:¹

- تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها، من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية؛
- معالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية بإستخدام صكوك الاستثمار وتشجيع التعامل معه؛

- التقليل من مخاطر السيولة، من خلال المساهمة وبفعالية في سوق الإصدارات الأولية للصكوك، وذلك بترتيبها أو العمل كمستشار.

4- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

مؤسسة دولية غير هادفة للربح، وتعتبر المظلة الرسمية للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في جميع أنحاء العالم، وقد تأسس بتاريخ 16 ماي 2001 في البحرين، بمبادرة من البنك الإسلامي للتنمية وبالتعاون مع مجموعة من البنوك والمؤسسات الرائدة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، حيث يضم المجلس أكثر من 120 عضوا من 22 دولة حول العالم، وهو أحد الأسس الرئيسية في بنية المالية الإسلامية،¹ ويهدف إلى:²

- التعريف بالخدمات المالية الإسلامية، ونشر المفاهيم والقواعد والأحكام المتعلقة بها، والعمل على تنمية وتطوير الصناعة المالية الإسلامية؛

- تعزيز التعاون بين أعضاء المجلس والمؤسسات المشابهة في المجالات التي تخدم الأهداف المشتركة بالوسائل المتاحة؛

- العمل على توفير المعلومات المتعلقة بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئات الإسلامية ذات الصلة؛

- العمل على رعاية مصالح الأعضاء ومواجهة الصعوبات والتحديات المشتركة وتعزيز التعاون فيما بين الأعضاء بعضهم مع بعض، وبين الأعضاء والجهات الأخرى، وعلى وجه الخصوص الجهات الرقابية.

يسعى المجلس العام إلى إطلاق برنامج للتفكير الإستراتيجي مخصص لقضايا الصناعة المالية الإسلامية، ويهدف إلى عرض ومناقشة القضايا الأساسية التي تخص مسيرة الصناعة المالية الإسلامية، وإيجاد حلول إبداعية لها، حيث يتم تصميم دليل للمنتجات المالية الإسلامية يمكن من التعرف بسهولة وبشكل دقيق على التشكيلة الواسعة والمتنوعة من المنتجات المتوافرة في السوق المالي الإسلامي.³

وضع المجلس العام خارطة طريق تمثل الخطة الإستراتيجية للفترة 2015-2018 تتضمن الأهداف

الموالية:⁴

- دعم السياسات والنظم الرقابية؛

- البحوث والمنشورات؛

- نشر الوعي وتبادل المعلومات؛

- دعم التطوير المهني.

5- المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم

نظراً للفراغ المؤسسي في مجال التحكيم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، تم التفكير في تأسيس جهة تحكيمية متخصصة في الفصل في النزاعات بصيغتي التحكيم والصلح وفقاً للشريعة الإسلامية تخدم الصناعة المالية الإسلامية وترتقي بالتحكيم المتخصص، وجاء على هامش إنعقاد الإجتماع السنوي للبنك الإسلامي للتنمية بطهران سنة 2004، التوقيع على اتفاقية مقر المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم في دولة الإمارات العربية المتحدة، وبتاريخ 9 أبريل 2005 تم إنعقاد إجتماع الجمعية العمومية التأسيسية الذي حضره أكثر من سبعين مؤسسة مالية محلية وإقليمية ودولية، إضافة إلى جهات حكومية وغير حكومية، حيث بدأ المركز نشاطه الفعلي في بداية شهر جانفي 2007.¹

يمثل المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم ركيزة أساسية في البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، إذ يعتبر مؤسسة دولية مستقلة لا تهدف للربح، ومتخصص في تسوية كافة النزاعات المالية أو التجارية التي تنشأ بين المؤسسات المالية أو التجارية والتي تختار تطبيق الشريعة الإسلامية في تسوية نزاعاتها، حيث يضع المركز على ذمة المحكمين قائمة من المحكمين والخبراء الملمين بأحكام الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية ويتمتعون بالسمعة الحسنة والنزاهة، كما يقدم عدة خدمات قانونية وشرعية مساندة للصناعة أهمها:²

- ينظم المركز ويشرف على خدمات المصالحة والتحكيم لیساعد المؤسسات المالية على تجاوز كل الصعوبات الناتجة عن النزاعات بمختلف أنواعها؛

- يسعى المركز إلى أن تستجيب الأحكام الصادرة تحت رعايته وإشرافه للشروط الأساسية لصدور الأحكام، حتى يتم تسهيل تنفيذ الحكم إذا ما طلب ذلك من القاضي الوطني؛

- يقدم المركز قائمة من المحكمين والخبراء من داخل العالم الإسلامي ومن خارجه مشهود لهم بالنزاهة والكفاءة المهنية؛
- يوفر المركز إستشارات عن التحكيم عموماً، والتحكيم الإسلامي خصوصاً؛
- ينظم المركز دورات تدريبية في مجال تخصصه، وذلك لنشر ثقافة التحكيم والصيغ البديلة في تسوية النزاعات؛
- يعمل المركز على إصدار نشرات متعددة المواضيع في إطار عمله وبشكل دوري ترسل إلى المؤسسات المالية الإسلامية.

خلاصة الفصل الثاني

تم من خلال هذا الفصل عرض أهم التجارب العملية في إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية، حيث أن الهدف من هذه التجارب هو تحويل سوق الأوراق المالية المعاصرة للعمل وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وقد تبين من خلال هذا الفصل أن السوق المالية الإسلامية تجذب إهتماما عالميا متزايدا باعتبارها تضيف خيارات نوعية إلى المنتجات والخدمات المالية المتاحة في السوق العالمية، كما تحفز الجهود لتطويرها، ويتجلى ذلك في التجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية كونها تتوفر على سوق للأوراق المالية الإسلامية، الأمر الذي جعلها تتميز في قدرتها على تعبئة الموارد المالية وتمويل المشاريع الاستثمارية، وهذا ما جعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين، فضلا عن أنها وجهة للعديد من المستثمرين من مؤسسات ومصارف إسلامية، فأصبحت بذلك أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية وناجحة في توفير التمويل وإدارة السيولة.

على غرار التجربة الماليزية، قامت السودان بأسلمة نظامها بشكل كامل، حيث أسست سوقا للأوراق المالية يتم العمل فيه وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وبالرغم من حدوثه (22 سنة منذ تأسيسه) إلا أنه أثبت دوره الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية، من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمهنية والمصدقية، ووفقا للمعايير والممارسات الدولية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال أحدث التقنيات وأفضل كوادر بشرية مؤهلة، حيث قام بإصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والقانونية بهدف تعزيز دوره في البنية الاقتصادية المستدامة وسلامة المستثمرين والمتعاملين فيه.

تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون دورا فاعلا في تطوير سوق رأس المال الإسلامية، الأولوية منها أو الثانوية، حيث أنها ترمي إلى تنسيق الجهود الدولية لتوحيد المعايير والأسس المنظمة لأسواق رأس المال الإسلامية، ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية بإيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل لمواجهة التحديات التي تواجه تنمية سوق رأس المال الإسلامي، خاصة وأنه يركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية هذه السوق.

مما سبق، تبين أن هناك إهتمام كبير بالأسواق والصناعة المالية الإسلامية، إذ إرتفع التعامل بالصكوك وبالمؤشرات المالية الإسلامية وبشكل مستمر، كما أن هذا الإهتمام لم يكن من قبل الدول الإسلامية لوحدها، ولكن حتى من طرف الدول الغربية ومن قبل غير المسلمين، في تأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم تكن ولن تكون عائقا في وجه النمو والتطور الاقتصادي، والمرجح أن النمو الاقتصادي في الجزائر لن يكون إلا بتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في كافة جوانب الحياة ومنها الاقتصادية والمالية، ومن أجل ذلك نسعى لوضع تصور لتجربة سوق للأوراق المالية الإسلامية في الجزائر بإعتماد على تجارب الدول الإسلامية، طالما أن نظيرتها الوضعية لم تقم بالدور المنتظر منها.

الفصل الثالث:

نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

الفصل الثالث: نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

تعد إقامة سوق أوراق مالية بالجزائر تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، من أكبر التحديات في النظام المالي، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى تعزيز البنى المؤسساتية، وإلى صياغة الإطار التشريعي والتنظيمي والرقابي، ورفع مستوى الوعي لدى الأفراد والهيئات من أجل توفير المناخ الملائم لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية تجمع بين ما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية وبين الكفاءة المهنية.

تتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر تقوم بدورها وتحقق أهدافها، وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، وجود مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاحها، بما يحقق المصدقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية، ومن ثم وضع الأرضية التنظيمية والتشريعية وصياغة الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم إقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف اللجنة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تجميع الأموال في إطار شرعي.

سيتم في هذا الفصل إقتراح نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وذلك بالتعرف بنموذج الدراسة، وعرض متغيراته وكيفية قياسها وكذا الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة، كما سيتم إبراز الشروط القانونية، الاقتصادية، المهنية، الفنية والشرعية الضرورية لنجاح هذا المقترح، فضلا عن وضع الأرضية التنظيمية والركائز الأساسية له، وفي الأخير عرض، وتحليل ومناقشة النتائج الخاصة بمدى إمكانية تطبيق هذا النموذج بالجزائر من خلال معرفة الحاجة لتطبيقه، وفرص نجاحه المتوقعة، والمعوقات التي تحول دون تطبيقه. وبناء على ما سبق، سيقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- منهجية الدراسة؛
- الأرضية التشريعية والتنظيمية للنموذج المقترح بالجزائر؛
- إمكانية تطبيق النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

تعبر المنهجية عن الطريقة التي يتم إنتهاجها للإجابة عن إشكالية البحث، والمتمثلة في إقتراح نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، ومدى إمكانية تطبيقه، حيث سيتم الإعتماد على المنهج الوصفي لمعرفة خصائص الظاهر، والعوامل والمتغيرات التي لها علاقة بها، بالإضافة إلى المنهج التحريبي من خلال أخذ عينة من المجتمع الجزائري وجمع البيانات منه، ومعالجتها إحصائياً، بهدف قياس درجة وطبيعة العلاقة بين الإطار النظري للبحث، وبين الواقع التطبيقي له، وسيتم من خلال هذا المبحث توضيح معالم المنهجية، وذلك بالتعرف على طبيعة الدراسة والأدوات المستخدمة فيها، ووصف المجتمع المدروس، وخصائص العينة المختارة منه.

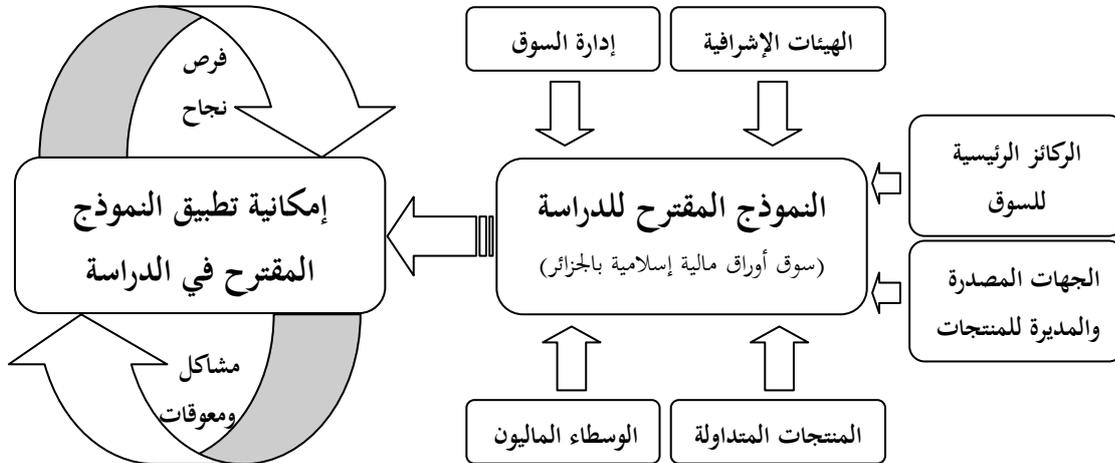
المطلب الأول: التعريف بالدراسة والأدوات المستخدمة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى النموذج المقترح في الدراسة، وتحديد متغيراته، وأساليب جمع بيانات الدراسة وكيفية تحليلها.

1- نموذج الدراسة

تسعى الدراسة إلى إيجاد نموذج لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وذلك من خلال مرحلتين؛ ففي المرحلة الأولى، وبالإعتماد على الإطار النظري والتطبيقي والتجارب العملية للدول الإسلامية، تم عرض المكونات الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية المقترحة، ووضع الشروط الأساسية الواجب توفرها، وصياغة الإطار التشريعي والتنظيمي والرقابي والشرعي لإقامة هذه السوق، بينما في المرحلة الثانية، تم إفتراض مجموعة من العوامل المستقلة التي من شأنها أن تؤثر في مدى إمكانية تطبيق النموذج المقترح في الدراسة، بإعتبار هذا الأخير متغير تابع، وذلك حسب النموذج التالي:

الشكل رقم (03-01): النموذج التطبيقي للدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

يتضمن قياس المتغيرات عنصريين:

- معرفة المتغير إن كان مستقل أو تابعا، والهدف منه، وذلك بتعريفه وتوضيح طبيعة علاقته بغيره.
- قياس المتغير بأسلوب من أساليب القياس الملائمة للنموذج، حيث تم الإعتماد على إستبيان موجه لعينتين مختارة من مجتمع الدراسة الجزائري، وذلك للوصول إلى النتائج، مما يعني إختبار فرضيات الدراسة.

2- أساليب جمع البيانات

للوصول إلى الإجابة على الإشكالية المطروحة تم الإعتماد على مصادر مختلفة (متوفرة وغير متوفرة)، وكانت بيانات هذه الدراسة من النوعين على النحو التالي:

2-1- مصادر ثانوية

تم الإعتماد على البيانات الجاهزة والمتوفرة، والتي تم تناولها في الإطار النظري للدراسة، وهي تشكل خلفية أدبية تم جمعها بالمراجعة والإطلاع، حيث تم إنتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع إستخدام بعض الإحصاءات الخاصة بواقع سوق الأوراق المالية الإسلامية وتحليلها، وصولا لإستخلاص النتائج، وبناء نموذج لسوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.

2-1- مصادر أولية

تم الإعتماد على بيانات غير متوفرة، والتي تم تناولها في الجانب التطبيقي للدراسة للتعرف على مدى إمكانية تطبيق النموذج المقترح في الجزائر، وذلك عن طريق تصميم إستبيانين بهذا الخصوص من نوع مغلق الإجابة وتحتوي على جزئين؛ الأول، معلومات ديمغرافية، والجزء الثاني عبارة عن مجموعة من الفقرات مست المحاور الأساسية للدراسة وصيغت بطريقة تناسب وطبيعة العينة المستهدفة للإجابة عليها، حيث وضعت خمسة بدائل للإجابة عن كل فقرة، تعبر عن درجة الموافقة لدى المستجيب، بدأت بجملة (بدرجة عالية جدا/موافق بشدة) بقيمة رقمية قدرها (5)، وأنتهت بجملة (بدرجة منخفضة جدا/غير موافق بشدة) بقيمة رقمية قدرها (1)، وذلك وفقا لمقياس ليكارت الخماسي، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-01): مقياس ليكارت الخماسي

الخيارات	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
الأوزان	1	2	3	4	5

المصدر: من إعداد الباحث

لمعرفة إتجاه متوسط الآراء يتم إعطاء أوزان نسبية (متوسطات مرجحة) لكل إتجاه حيث أنه يتم تحديد الإتجاه من خلال الأرقام (المتوسطات الحسابية) التي تدخل في مجال من مجالات الأوزان النسبية، وفي ما يلي جدول المتوسطات المرجحة لإتجاه الآراء حسب المقياس الترتيبي الخماسي.

الجدول رقم (03-02): المتوسط المرجح لمقياس ليكارت الخماسي

إتجاه الآراء	المتوسط المرجح
غير موافق بشدة	من 1.00 إلى 1.80
غير موافق	من 1.81 إلى 2.60
محايد	من 2.61 إلى 3.40
موافق	من 3.41 إلى 4.20
موافق بشدة	من 4.21 إلى 5.00

المصدر: من إعداد الباحث

يتكون الإستبيان الأول والموجه للمتخصصين في مجال الدراسة من جزئين¹:

الجزء الأول يتناول المعلومات الديمغرافية التي تتعلق بعينة الدراسة، حيث تضمنت المعلومات المتعلقة بعينة الدراسة على المؤهل العلمي، التخصص العلمي (المكتسب)، مجال العمل (الوظيفة/المهنة)، الخبرة العملية؛

الجزء الثاني فقد احتوى على مجموعة من الفقرات (41 فقرة)، ومست المحاور الأساسية التالية:

- المحور الأول حاجة الجزائر لسوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

- المحور الثاني فرص نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؛

- المحور الثالث المشاكل والمعوقات التي تحد من إقامة سوق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

يتكون الإستبيان الثاني والموجه لمجتمع الدراسة من جزئين:¹

الجزء الأول يتناول المعلومات الديمغرافية التي تتعلق بعينة الدراسة، حيث تضمنت المعلومات المتعلقة بعينة الدراسة على الجنس، السن، مكان الإقامة، مجال العمل (الوظيفة/المهنة)، الخبرة العملية، طبيعة التعامل مع البنوك التجارية؛

الجزء الثاني فقد احتوى على مجموعة من الفقرات (24 فقرة)، ومست المحاور الأساسية التالية:

- المحور الأول حاجة الجزائر لمصارف إسلامية؛
- المحور الثاني حاجة الجزائر لصناديق استثمار إسلامية؛
- المحور الثالث حاجة الجزائر لسوق تداول أوراق مالية إسلامية؛
- المحور الرابع حاجة الجزائر لشركات مساهمة عامة تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- المحور الخامس حاجة الجزائر لهيئات تشريعية وأطر قانونية إسلامية.

3- آلية توزيع الإستبيانات

تم توزيع الإستبيانين على مجتمع الدراسة وإستردادها خلال 120 يوم (خلال شهر جوان وجويلية وأوت وسبتمبر من سنة 2017) ما بين الحرص والمراجعة والفحص الدقيق للتأكد من إكتمال الإجابات وسلامتها، وهذا بعدة طرق كما يلي:

- بالنسبة للإستبيان الموجه للمتخصصين في مجال الدراسة تم توزيع الإستبيان بطريقة عمدية (مقصودة) على مجموعة من المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، والأسواق المالية والنقدية، ممن لهم درجة الليسانس والماجستير والدكتوراه، والموظفين كأساتذة جامعيين، أو بمؤسسة مالية، عبر التراب الوطني، وذلك عن طريق اليد أو بمساعدة بعض الزملاء، أو عن طريق البريد الإلكتروني؛
- بالنسبة للإستبيان الموجه للمجتمع تم توزيع الإستبيان على مجموعة من الأفراد تم اختيارها بطريقة عشوائية حصصية، آخذا بعين الإعتبار المناطق الجغرافية عبر التراب الوطني، وذلك عن طريق اليد أو بمساعدة بعض

الزملاء، أو عن طريق البريد الإلكتروني، أو المواقع المخصصة في الشبكة العنكبوتية أو من خلال مواقع التواصل الاجتماعي.

4- أساليب تحليل البيانات

نظرا لأن اختيار الأسلوب الملائم في التحليل يعتمد بشكل رئيسي على نوع البيانات المراد تحليلها، فقد تم الاعتماد على برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية ^{*}SPSS الإصدار الرابع وعشرون، وذلك من أجل توظيف البيانات التي تم الحصول عليها لتحقيق أهداف الدراسة وإختبار فرضياتها، وقد تم استخدام مستوى الثقة 95%، وفي ضوء طبيعة متغيرات الدراسة وأساليب القياس وأغراض التحليل، فقد تم استخدام المقاييس الإحصائية التالية:

- **المتوسط الحسابي** يعتبر المتوسط الحسابي من أبسط المقاييس المتداولة على وجه العموم، لسهولة حسابه وفهم معناه، ومن ثمة فهو من أكثر مقاييس النزعة المركزية استخداما، ومن أهمها من الناحية النظرية والتطبيقية، حيث يتم استخدام المتوسط الحسابي لإجابات عينة الدراسة عن الإستیبان، لأنه يعبر عن مدى أهمية الفترة عند أفراد العينة؛

- **الانحراف المعياري** هو مقياس من مقاييس التشتت، ويستخدم لقياس وبيان تشتت إجابات مفردات عينة الدراسة حول وسطها الحسابي، فكلما كان إنحرافها المعياري صغير دل على أن هناك إتفاق بين افراد العينة على فقرة معينة؛

- **النسبة المئوية** تستخدم لمعرفة نسبة كل عنصر من المجموع؛

- **إختبار فرق المتوسطين Independent- Samples T. test** وهو أكثر الحالات استخداما، والتي يتم فيها المقارنة بين متوسطين عينتين (مجموعتين) مختلفتين، وذلك من أجل معرفة ما إذا كانت هناك فروق بين متوسطي متغير ما تبعا للعامل ذو التقسيم الثنائي؛

- **إختبار تحليل التباين الأحادي One Way ANOVA** يقوم هذا الإختبار بشكل أساسي على مقارنة أكثر من مجموعتين (عينتين) مستقلتين بناء على متغير كمي، وذلك من أجل معرفة ما إذا كانت هناك فروق بين متوسطات متغير ما تبعا للعامل ذو التقسيم الأكثر من ثنائي؛

- إختبار كاي تربيع للإستقلالية **Chi-square** ويستخدم لمعرفة مدى الاستقلالية أو الإرتباط بين كل متغيرين من متغيرات الدراسة الوصفية (العوامل الديمغرافية)؛

- معامل ألفا كرونباخ **Cronbach's Alpha** يعبر عن القيمة المرجحة لمتوسط معاملات الإرتباط بين العناصر، فهو يقيس قوة الإرتباط بين درجات كل مجال ودرجات أسئلة الإستهبيان الكلية، ويستخدم بشكل رئيسي للتحقق من ثبات (إتساق) الإستهبيان أو الإختبار، فهو مقياس أو مؤشر لثبات الإختبار.

المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعرف على مجتمع الدراسة والمتمثل في المجتمع الجزائري، ومن تم اختيار عينة منه بطريقة ملائمة للدراسة، ودراسة خصائصها وتفسيرها إحصائياً.

1- مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في المجتمع الجزائري، فهو جزء لا يتجزأ من المغرب والوطن العربي والعالم الإسلامي وحوض البحر المتوسط والقارة الإفريقية وعضو فعال عالمياً، حيث يتميز الشعب الجزائري عموماً بالعديد من المميزات والخصائص الأصيلة المعروفة على مستوى الأقطار العربية، ولعل من أهمها التمسك والإلتزام بالشريعة الإسلامية، حيثُ يدين ما يقارب تسعاً وتسعين بالمائة من أهل الجزائر بالإسلام، كما أن لغته العربية رغم الإذلال الكبير الذي تعرض له خلال سنوات إستبداد السلطات الفرنسية بكل المكونات الأصيلة للمجتمع الجزائري بمنع إستخدام اللغة العربية، وإستبدالها باللغة الفرنسية كلغةٍ رسميةٍ في الجزائر، إضافة إلى حرصه على الحرية، وحماية الأرض والدفاع عنها، وعدم قبول التفاوض لقاء التنازل عنها، والتسامح، والمحبة، وحبّ المظلوم ومساندته. وكل هذه الصفات غرسها الدين الإسلامي.

تطور المجتمع الجزائري عبر تاريخه الطويل منذ الفترة القبلية إلى العهد النوميدي ثم الروماني ثم الوندالي وإكتملت معالمه بالفتح الإسلامي، وفترة الدولة الرستمية والحمادية، والعهد العثماني، مروراً بعهد الإحتلال الفرنسي، ووصولاً إلى مرحلة الإستقلال.

يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي مصدره الأساسي المحروقات، إذ عرف منذ الإستقلال تغيرات عدة ساهمت بشكل كبير في تغيير المفاهيم والإيديولوجية، وكذا الإستراتيجية، وبالتالي تغير القرارات والأنظمة، وبتراجع أسعار النفط دولياً دخلت الجزائر في أزمة اقتصادية، حيث أن حسب تقارير صندوق النقد الدولي 2017، فإنه من المتوقع أن تتراجع معدلات نمو الاقتصاد الجزائري في الأمد المتوسط 2017-2019، ويرجع ذلك إلى تدابير ضبط أوضاع المالية العامة، حيث وضعت الحكومة الجزائرية خطتها لتحقيق نمو اقتصادي لأجل الوصول إلى

تحقيق معدل نمو بـ6.5 بالمائة سنة 2030 خارج المواد النفطية، وأوصت بتحفيز تأسيس الشركات في الجزائر ومراجعة القوانين المتعلقة بها وتمويل الاستثمار العمومي وإصلاح النظام البنكي وتطوير سوق رأس المال ومراجعة السياسة الصناعية وإعادة تنظيم تسيير العقار الصناعي وإعداد برنامج جديد لتوزيع المناطق الصناعية وتطوير نجاعة الإدارة الاقتصادية ووضع نظام جديد للإحصائيات.¹

بعد عشرين سنة من نشاط بورصة الجزائر والتي تعتبر مرآة عاكسة للاقتصاد الوطني، لازالت إلى غاية سنة 2017، تضم خمسة أوراق مالية فقط، ولا تتجاوز رسملتها 45 مليار دج،² وهو مبلغ ضعيف جدا مقارنة بقدرات الاقتصاد الوطني الذي لا يزال مرتبطا بالقطاع البنكي فيما يتعلق بالتمويل، ويعود هذا إلى نقص ثقافة البورصة لدى المؤسسات والجمهور العريض الذي يتميز بخصائصه المعروفة، لدى فهي بحاجة لإيجاد أفضل الوسائل لإعادة بعث إجراءات التمويل عن طريق البورصة.

2- خصائص عينة الدراسة

تنوعت الخصائص الديمغرافية لأفراد العينة، وذلك من حيث الجنس، والسن، ومكان الإقامة، والمؤهل العلمي، والتخصص العلمي، ومجال العمل، والخبرة العملية، وسيتم تحليل هذه الخصائص المتعلقة بعينة الدراسة، من خلال ما يلي:

2-1- بالنسبة للإستبيان الموجه للمتخصصين في مجال الدراسة

قدرت عينة الدراسة بـ 104 شخص، وتوزعت بطريقة عمدية (مقصودة) على مجموعة من المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، والأسواق المالية والنقدية، ممن لهم درجة الليسانس والماجستير والدكتوراه، والموظفين كأساتذة جامعيين، أو بمؤسسة مالية، عبر التراب الوطني، ويمكن توضيح ما سبق في الجدول الموالي.

الجدول رقم (03-03): خصائص العينة الموجهة للمتخصصين في مجال الدراسة

التحليل الإحصائي		الخصائص	
النسبة المئوية %	التكرار		
32.69	34	درجة الليسانس	المؤهل العلمي
40.38	42	درجة الماجستير	
21.15	22	درجة الدكتوراه	
5.76	6	غير ذلك	
29.80	31	اقتصاد إسلامي	التخصص العلمي (المكتسب)
49.03	51	أسواق مالية ونقدية	
17.30	18	علوم تجارية، اقتصادية، تسيير	
3.84	4	غير ذلك	
16.34	17	موظف في مؤسسة مالية	مجال العمل الوظيفة/المهنة
2.88	3	موظف في بورصة الجزائر	
60.57	63	أستاذ جامعي	
20.19	21	غير ذلك	
45.19	47	أقل من 10 سنوات	الخبرة العملية
32.69	34	من 10 سنوات إلى 20 سنة	
20.19	21	من 21 سنة إلى 30 سنة	
1.92	2	أكثر من 30 سنة	

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الجداول 01، 02، 03، 04، الملحق رقم 06.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن أغلب أفراد عينة الدراسة لديهم شهادة الماجستير، إذ شكلت ما نسبته 40.38% من مجموع المؤهلات، حيث أن أغلبهم أساتذة جامعيين، وتأتي بعدها حملة شهادة الليسانس بنسبة 32.69%، إذ أن أغلبهم موظفين في مؤسسات مالية، وهذا دليل على أن هذه الأخيرة تكتفي بالشهادات الأولى دون العليا، بالرغم من الحاجة الماسة للخبرة الفنية المتقدمة لتطبيق بعض أدوات الاستثمار غير المتداولة فيها، في حين بلغت نسبة من يحملون درجة الدكتوراه 21.15%، وكلهم أساتذة جامعيين ومتخصصين في الاقتصاد الإسلامي أو الأسواق المالية، وهذا ما يزيد في أهمية الدراسة، ودقة النتائج المتوصل إليها، ويبقى ما نسبته 5.76% من مجموع المؤهلات مقسمة بين حاملي للشهادة العليا للدراسات المصرفية والأهلية العليا للمصرفية.

يتضح من خلال الجدول السابق، أن الأفراد الذين يحملون شهادات علمية من تخصص أسواق مالية أو نقدية، واقتصاد إسلامي هم أكثر نسبة من بين مجموع التخصصات، حيث بلغت النسبة 78.83%، وهذا نتيجة لكون العينة المختارة موجهة لهذه الفئة، كونها تمثل العمود الفقري لإدارة الاستثمار في الأسواق المالية بصفة عامة، والأسواق المالية الإسلامية بصفة خاصة، بينما تبقى النسبة 21.17% متفرقة بين التخصصات الأخرى.

يلاحظ من الجدول السابق، أن أغلب أفراد عينة الدراسة أساتذة جامعيين، إذ بلغ عددهم 63 أستاذ، بما نسبته 60.57%، غير أنه بالنظر إلى تفاصيل هذه النسبة المرتفعة، يتضح أن أغلب الأساتذة متخصصين في مجال الأسواق المالية بصفة مباشرة، ومهتمين بالاقتصاد الإسلامي، وهذا ما يدل على نقص مشاريع التكوين في الجامعات الجزائرية في مجال الأسواق المالية الإسلامية، وتبقى النسبة 39.43% متفرقة بين المراكز الوظيفية الأخرى، وهذا من شأنه أن يدعم نتائج الدراسة، ويطابق الجانب التطبيقي مع نظرية العمل.

يظهر من خلال الجدول السابق، أن النسبة الكبرى في سنوات الخبرة العملية لدى عينة الدراسة كانت أقل من 20 سنة، حيث بلغت النسبة 77.88%، وهذا ما يفسر بحداثة الإهتمام بالجانب الإسلامي في الأسواق المالية، وهو ما يعد ضعفا في توفر الخبرات العملية، الأمر الذي ينعكس بالضرورة سلبا على كفاءة الأداء ومواكبة التطورات والإبتكارات المالية.

2-2- بالنسبة الإستبيان الموجه للمجتمع

قدرت عينة الدراسة بـ 945 شخص، وتوزعت على مجموعة من الأفراد تم اختيارها بطريقة عشوائية حصصية، آخذا بعين الإعتبار المناطق الجغرافية عبر التراب الوطني، ويمكن توضيح ما سبق في الجدول التالي.

الجدول رقم (03-04): خصائص العينة الموجهة للمجتمع

التحليل الإحصائي		الخصائص	
النسبة المئوية %	التكرار		
81	765	ذكر	الجنس
19	180	أنثى	
4.8	45	أقل من 30 سنة	السن
62.9	594	من 30 سنة إلى 40 سنة	
22.9	216	من 41 سنة إلى 50 سنة	
9.5	90	أكبر من 50 سنة	

14.3	135	موظف في مؤسسة عمومية	مجال العمل الوظيفة/المهنة
11.4	108	موظف في مؤسسة اقتصادية	
3.8	36	تابع لوزارة الشؤون الدينية	
12.4	117	إطار سامي	
47.6	450	حرفي/تاجر	
5.7	54	متقاعد	
4.8	45	غير ذلك	
55.2	522	أقل من 10 سنوات	
24.8	234	من 10 سنوات إلى 20 سنة	
12.4	117	من 21 سنة إلى 30 سنة	
7.6	72	أكثر من 30 سنة	
57.1	540	لم يسبق لك التعامل	التعامل مع البنوك التجارية الربوية
33.3	315	فتح حساب بدون فوائد	
3.8	36	إقتراض مبلغ	
4.8	45	تقديم ودائع	
01	09	غير ذلك	

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على الجداول 05، 06، 07، 08، 09، 10، الملحق رقم 06.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن أغلب أفراد عينة الدراسة ذكور، حيث بلغ عددهم 765 شخص، أي ما نسبته 81%، في الحين بلغت نسبة الإناث 19%، ومن جهة أخرى فقد كانت النسبة الكبرى لأفراد العينة أعمارهم ما بين 30 سنة و40 سنة، بنسبة فاقت 62%، وهذا ما يزيد في أهمية الدراسة، وإعطائها نظرة إستراتيجية على المدى المتوسط، ويبقى ما نسبته 37.1% من مجموع أفراد العينة، أعمارهم مقسمة بين الفئات العمرية الأخرى.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن أغلب أفراد عينة الدراسة حرفيين وتجار، إذ بلغ عددهم 445 تاجر، بما نسبته 47.6%، وهي نسبة معتبرة كونها تمثل العمود الفقري للسوق الثانوية، وتبقى النسبة 52.4% متفرقة بين المراكز الوظيفية الأخرى، وهذا من شأنه أن يدعم نتائج الدراسة ويساعد في تعميمها، كما يتضح من الجدول، أن النسبة الكبرى في سنوات الخبرة العملية لدى عينة الدراسة كانت أقل من 20 سنة، حيث بلغت

النسبة 80%، وهذا نتيجة لكون النسبة الكبرى لأفراد العينة أعمارهم أقل من 40 سنة، وهذا جانب إيجابي للدراسة كونه يوضح ثقافة وميول هذه الفئة الطموحة، ويساعد في النظرة الإستشرافية للدراسة، غير أن النسبة 7.6% والتي تمثل أفراد العينة التي لديها خبرة أكثر من 30 سنة، منخفضة جدا، حيث أنه بالنظر إلى تفاصيل هذه النسبة يتضح أنها تتضمن جميع المتقاعدين،¹ وهذه الفئة مهمة جدا في الأسواق المالية، لما تتمتع به من إمكانيات مالية تستطيع من خلالها المساهمة في التنمية الحقيقية للاقتصاد الوطني، من خلال تزويد المشاريع الاستثمارية بالسيولة وبشكل مستمر.

يظهر الجدول رقم (03-04) السابق، أن أغلب أفراد عينة الدراسة لا يتعاملون مع البنوك التجارية الربوية، إذ شكلت ما نسبته 57.1%، ويفسر هذا إبتعادهم عن الشبهات والمعاملات الربوية، في حين يوجد 33.3% لديهم حسابات بدون فوائد، فمن بينهم المتقاعدين والموظفين، فهم بحاجة إلى أسواق إسلامية، كما يوجد ما نسبته 1% مجبرين بحكم وظائفهم بالتعامل مع البنوك الربوية، وتبقى النسبة 8.6% تعاملاتهم في شكل إقتراض مبلغ أو تقديم ودائع، وبالنظر لتفاصيل هذه النسبة يتضح أنها من الحرفيين من أجل الحاجة للإقتراض، والتجار من أجل تقديم الودائع.²

3- مصداقية وثبات أداة الدراسة

للتحقق من صدق أداة الدراسة، فقد قام الباحث بعرض الإستبيان على مجموعة من المحكمين المتخصصين في الأسواق المالية والاقتصاد الإسلامي وفقه المعاملات المالية، وأغلبهم أساتذة من ذوي الإختصاص والخبرة في الجامعات الوطنية، كما تم عرض الإستبيان على مجموعة من الخبراء المهنيين (إطارات بمؤسسات مالية)، الذين لهم علاقة مباشرة بموضوع الدراسة، وهذا بهدف التأكد من صلاحية الإستبيان وقدرته كأداة لقياس مدى إمكانية إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وقد أدرج الباحث أسماء هؤلاء المحكمين ودرجاتهم العلمية في ملحق خاص،³ هذا وقد تم الأخذ بمختلف ملاحظاتهم واقتراحاتهم القيمة، حتى ظهر الإستبيان في صورته النهائية.

لمعرفة مدى ثبات أداة الدراسة تم التحقق من مدى التوافق أو الإتساق في نتائج الإستبيان في حالة إعادة تطبيقه أكثر من مرة في ظروف مماثلة، وقد تم ذلك إحصائيا بإستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الإجتماعية SPSS عن طريق إستخراج معامل الإتساق الداخلي لفقرات الإستبيان، والمتمثل في معامل ألفا

كرونباخ، هذا الأخير تتراوح قيمته بين الصفر والواحد،* حيث يعتمد على تجزئة أكثر من جزء وبشكل متكرر وقياس الإرتباطات بين تلك الأجزاء، وقد تم الحصول على معامل إرتباط ألفا كرونباخ مرتفع، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (03-05): نتائج قياس معامل الثبات لإجابات العينة على عبارات الإستبيان

ثبات الإجابة على عبارات الإستبيان	معامل ألفا كرونباخ Alpha de Cronbach	عدد العبارات	ثبات الإستبيان	
مرتفعة	96.4%	14	المحور الأول	ثبات الإستبيان الموجه للمتخصصين في مجال الدراسة
مرتفعة	80.9%	05	المحور الثاني	
مرتفعة	73.0%	22	المحور الثالث	
مرتفعة	90.0%	41	المصدقية الكلية	
مرتفعة	71.9%	05	المحور الأول	ثبات الإستبيان الموجه لمجتمع الدراسة
مرتفعة	71.5%	04	المحور الثاني	
مرتفعة	76.1%	05	المحور الثالث	
مرتفعة	73.7%	04	المحور الرابع	
مرتفعة	72.7%	06	المحور الخامس	
مرتفعة	72.2%	24	المصدقية الكلية	

المصدر: من اعداد الباحث بالإعتماد على الجداول (من 01 إلى 12)، الملحق رقم 07.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن معاملات الثبات لمكونات الإستبيانين كلها مرتفعة، كونها أكبر من 0.71 وهذا يمثل قيمة جيدة لثبات إتساق الفقرات مع بعضها البعض، حيث بلغ الثبات الكلي للإستبيان الموجه للمتخصصين في مجال الدراسة 0.9، بينما الإستبيان الموجه للمجتمع 0.722، مما يعطي مؤشرا قويا على إستقرار إجابات العينة وإتساقها.

يستنتج من ما سبق، أن عبارات الإستبيانين والإجابة عليها صادقة وثابتة وبالتالي فإنهما صالحين للتطبيق ويمكن الإعتماد عليهم في التحاليل الإحصائية.

المبحث الثاني: الأرضية التشريعية والتنظيمية للنموذج المقترح بالجزائر

يهدف هذا المبحث إلى وضع نموذج علمي وعملي لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وذلك إنطلاقاً من تجارب الدول الإسلامية وخصوصية النظام الوطني الجزائري، هذا الأخير يعتبر نظاماً اقتصادياً رأسمالياً يختلف عن النظام الاقتصادي الإسلامي، لدى فإن إقامة هذه السوق يتطلب النظر إلى عواقب الأمور وما تستدعيه من إستحقاقات أو تداعيات، حيث أن من مقاصد التشريع الإسلامي وأصوله النظر في مآلات الأمور وعواقبها ورعاية المصالح العليا للفرد والمجتمع، وبالتالي فإن إقامة هذه السوق تكون ضمن مبدأ الإستطاعة العامة*.

تتبع ملكية وتنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر للقطاع العام، لدى فإن قرار إقامة سوق أوراق مالية إسلامية قد يأخذ شكلين؛ الأول تحول تبعية لقرار تحول النظام بأكمله للعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية**، نتيجة للربحية في الإلتزام الشرعي، وهي غاية مستهدفة إستراتيجياً، بينما الشكل الثاني يتمثل في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية مستقلة وغير ربحية وتحت غطاء إسلامي خاص***، أو خصخصة سوق الأوراق المالية إلى شركة خاصة وبمساهمة حكومية محدودة****.

تتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر التأكد من تحقق مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاحها، بما يحقق المصادقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية، ومن تم وضع الأرضية التنظيمية والتشريعية وصياغة الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم إقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفئات بصورة منظمة ومراقبة من طرف اللجنة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تمييز الأموال في إطار شرعي.

المطلب الأول: الشروط الضرورية لنجاح النموذج المقترح

لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر لا بد من توفر الرغبة بالالتزام أحكام الشريعة الإسلامية، ونفي المحرمات المتعلقة بأوجه نشاط السوق، غير أن توفر هذا العنصر لوحده، لن يكتب لهذه السوق النجاح والصمود، مما يتطلب الأمر الإعداد المتكامل قانونياً واقتصادياً ومهنياً وإدارياً وفنياً وشرعياً، فضلاً عن التعرف المسبق على جدوى النموذج.

* إشارة إلى قوله تعالى "فاتقوا الله ماستطعتم" الآية 16 من سورة التغابن، وقوله تعالى "لا يكلف الله نفساً إلا وسعها" الآية 286 من سورة البقرة.

** مثل ما حدث بقرارات سيادية في كل من إيران 1980، وباكستان 1981، والسودان 1990.

*** وهو ما سيتم دراسته من خلال هذا المبحث، لكونه قد يكون الشكل القابل للتحقيق على أرض الواقع، وقد يُسمح به من قبل الجهات الرسمية في الجزائر.

**** وهنا يكون قرار التحويل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية صادر من جهة حكومية أو من خلال التصويت في الجمعية العامة أو قرار مجلس الإدارة، مثل ما حدث في سوق دبي المالي سنة 2006.

1- الشروط القانونية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعد الشروط القانونية نقطة البداية الحقيقية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، إذ تعتبر هذه السوق جزء من منظومة اقتصادية متكاملة لا تعمل في فراغ تنظيمي، وإنما تحكمها مجموعة من القوانين والأعراف التي ترسم حدود عملها، لذلك فإن إقامة هذه السوق لا بد لها من مدخل قانوني مختص يوفر لها الغطاء الرسمي.

تبدأ خطوات إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر برغبة من الجهات الرسمية إما عن طريق شجاعة سياسية تطرح في البرلمان للمصادقة أو عن طريق أمر صادر من رئيس الجمهورية،¹ وفي هذا المجال يتم صدور إتفاقية التأسيس أو قانون التأسيس* والذي يجب أن يحتوي على كل المعلومات المطلوبة عنها من حيث الإسم التجاري لها، والموازنة، والمقر القانوني لنشاطها، وتحديد أهدافها والمتمثلة أساسا في أن تمارس أغراضها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، كما يجب أن يحتوي هذا القانون على تشكيل هيئة شرعية عليا تابعة لوزارة الشؤون الدينية والأوقاف تضم عناصر شرعية وقانونية ومصرفية، حيث تتولى الرقابة العليا على المصارف والمؤسسات المالية ويكون رأبها ملزما.

يتم تشكيل لجنة تحضيرية تباشر بإعداد خطة متكاملة لتحقيق الهدف المطلوب، وتتولى الجهات الرسمية معالجة النواحي القانونية، وذلك من خلال توفير الإطار التشريعي** الذي يأخذ بعين الاعتبار خصوصية هذا السوق، ومتطلبات الاقتصاد الجزائري، وذلك وفق الشروط التالية:

- الإنفراد بتأصيل خاص، من خلال مراقبة التجارب الدولية وإصدار قوانين جزائرية أصلية؛²
- تقنين الأحكام الشرعية المستمدة من أحكام الفقه الإسلامي الأكثر إتفاقا مع واقع البلاد ومصالحها دون التقيد بمذهب معين، وهذا لتحقيق الكفاءة الشرعية؛
- إعفاء المصارف والشركات الاستثمارية التي تسرى عليها أحكام هذا القانون من الخضوع لأية قوانين أو تشريعات أو لوائح أو أعراف تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛³

* يمكن أن يستعين الخبراء القائمون على إصدار وتقنين هذا القانون للقوانين التجارية وتكييفها شرعيا بالتجارب القائمة كتجربة السودان أو دبي.

** عن طريق ما يسمى بالازدواجية القانونية، وذلك بسن قوانين منفصلة عن القوانين الحالية تراعي خصوصية العمل الإسلامي وتسمح بإقامة نظام مالي إسلامي موازي للنظام التقليدي القائم.

- تعديل بعض القوانين للتوافق مع طبيعة نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية، كقانون المالية الذي لم يأخذ بعين الاعتبار منتجات المالية الإسلامية في المعاملة الضريبية، إضافة إلى الأنظمة التي تصدرها سلطة الضبط والتي لم تعطي الأريحية للمؤسسات المالية الإسلامية لممارسة نشاطها،¹ مما يستدعي الأمر لصياغة قانون خاص للصيرفة الإسلامية، وآخر لمنتجاتها، إضافة إلى تعديل القانون التجاري الذي لم يراعي لخصوصية وتصنيف المنتجات المالية الإسلامية،² فضلا عن ما سبق إعادة صياغة قانون الاستثمار وقانون الشركات ليتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية.

2- الشروط الاقتصادية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعبّر الشروط الاقتصادية عن تلك الشروط التي تخص الطبيعة المختلفة للوضع الاقتصادي للبلد، والأدوات والغايات المرجو تحقيقها، وباعتبار سوق الأوراق المالية الإسلامية جزء من منظومة اقتصادية متكاملة، فلا بد من وضع شروط لإقامتها، وذلك من خلال الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، وهذا بعد التأكد من عدم معارضتها لقوانين الدولة، وللوائح الشرعية، على النحو التالي:³

- القيام بإصلاحات هيكلية اقتصادية شاملة تركز على مبدأ المشاركة في المدخلات والمخرجات؛

- توفير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية، التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، إضافة إلى تطوير نوعية المعاملات المالية الشرعية من أجل تحقيق السيولة ورفع الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية، إضافة إلى إستحداث منتجات مالية من شأنها أن تلبّي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق، وتشجع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم، وكذا إعادة توطين الأموال المهاجرة خارج البلاد الإسلامية؛ من خلال توفير قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب، مع توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة؛

- تسهيل إجراءات إنشاء المؤسسات والشركات التي توفر أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتوسع في المؤسسات المالية الإسلامية؛ من بنوك إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية وشركة سمسة إسلامية لدعم التعامل في أسواق أوراق المالية الإسلامية؛

- موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة إستغلالها واستثمارها وفقا للشريعة الإسلامية، فلا تقبل سوق الأوراق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة للوضع الحالي أو للمرحلة الاقتصادية الحالية، فإذا كانت الدولة تمر بأزمة اقتصادية، أو لها مشكلة في دفع الرواتب، فينبغي أن لا تقبل السوق إصدار صكوك لتمويل إستيراد منتجات إستهلاكية كمالية ليست ذات قيمة، في حين أن الدولة محتاجة لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري أو الإهتمام بالزراعة وإلى غير ذلك، إلا أن الغرض قد يتغير من لحظة إلى أخرى، وهذا حسب المخطط الحكومي المعتمد، بينما إذا كانت الدولة في حالة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من تغطية القطاع الكمالي، وبهذا تكون قد خصصت الموارد بشكل كفو، وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية؛

- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة للمجتمع الإسلامي، بما يساهم في تحقيق مقاصد من مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ المال وتنميته، وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع، وتحقيق هدف التنمية الإجتماعية والاقتصادية؛

- الالتزام بمبدأ حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وحرية التعاملات فيه، وشيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للأنشطة الاقتصادية وللسوق المالي، والوفاء بالعهود والعقود، ومنع تداول أي أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

- ضرورة التركيز على التوازن بين المصلحة الخاصة ومصلحة المجتمع عند توجيه الأموال للاستثمار، فالمنهج الاقتصادي في الإسلام قائم على مبدأ لا ضرر ولا ضرار، وقد ركز الإسلام على تطبيق هذه القاعدة في مجال المعاملات، وفي الجوانب الاقتصادية تركيزا شديدا؛

- التركيز على التمويل الطويل الأجل، نظرا لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي، إضافة إلى المساهمة في تصحيح التجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثمارا طويلا الأجل وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية ورغبتها في الموائمة بين الربحية والسيولة والأمان؛

- الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، والمساعدة على توزيع الموارد المالية، بين مختلف الإستخدامات بطريقة رشيدة؛

- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

3- الشروط المهنية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الشروط المهنية عن تلك الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأصل المالي أو للأداة أو الورقة المالية المتداولة، والجهة الصادرة عنها، حيث يتم التأكد من تحقيق هذه الشروط من قبل اللجنة الشرعية ومجلس الإدارة، لدى يتطلب أن يكون أعضاء اللجنة الشرعية للجهة المصدرة مؤهلين للقيام بهذه المهمة، لا مجرد مفتتين للجهة المشرفين عليها، كما يجب على مجلس الإدارة عدم السماح لجهة ما بالعمل من خلال السوق إلا بعد إستيفائها للشروط المهنية. ويمكن بيان أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في النموذج المقترح، أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة له على النحو التالي:¹

- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأدوات المخصصة لإدارة السيولة، الأدوات المخصصة لإدارة الاستثمار، الأدوات المخصصة لتمويل الحكومة، الأدوات المخصصة لتمويل الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية)، والجهات المصدرة والمديرة لهذه الأدوات، إضافة إلى الأجهزة التي تتولى إدارة السوق والرقابة الشرعية، والإشراف عليه. فضلا عن ما سبق، يتم التأكد من إتزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية، كل بحسب موضوعه، حيث يتم الإستعانة في سبيل ذلك بالإفصاحات وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين والخارجيين؛

- يجب أن تكون الكوادر العاملة في المؤسسات ذات العلاقة بالسوق المقترح بكافة مستوياته مؤهلة تأهيلا شرعيا ومهنيا، بحيث يتم الإلتزام بقواعد العمل فيه إجراء وقيماً، فلا بد من التركيز على كون الموارد البشرية مؤهلة ومدربة

شرعيا ومهنيا، عن طريق وضع معايير للتدريب والخبرة والكفاءة الإدارية وإجراءات العقوبة التأديبية لمن لا يستوفي منهم تلك المعايير؛

- صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين والوسطاء الماليين على أساس الوكالة بأجر حال كون الاستثمار المالي مغطى، في حين يتم إعتما أساليب التمويل المشروعة كأسلوب المشاركة أو المرابحة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الإعتبار الأداة المالية الممولة والأصل المالي الممول حرصا على كون بعض الأدوات والأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلا، كما يتم وضع أسس مالية واضحة وصارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضمانا لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء وتحت إشراف غرفة المقاصة في السوق بحيث يتم تغطية أثمان العمليات التي تم إجراؤها من قبل العملاء من خلال وسطائهم. إضافة إلى هذا، يتم وضع الضوابط والقيود المالية التي تنظم سقوف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق؛

- الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح* كمبدأ أساسي في عمل السوق، كونه يعتبر المعيار الأساسي المعتمد في تحديد درجة كفاءة السوق، وبالتالي ينبغي على إدارة السوق الإفصاح عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، وما تم داخلها خلال جلسات العمل، وأن تحدد نوع الإفصاح المطلوب من كونه إفصاحا محاسبيا أو غير محاسبي، أو إفصاحا عادلا، اختياريا أو إجباريا، وأن تقيم هذه الإفصاحات بين الحين والآخر، بحيث تقرر أن الإفصاح الذي صدر

هل هو إفصاح كاف أو غير كاف. ولا يقتصر الإفصاح على إدارة السوق فحسب، بل يجب على جميع الأطراف المشاركين في السوق الإفصاح عن أعمالهم بما تتطلبه طبيعة مشاركتهم في عمليات السوق؛

- الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية* الذي يعتبر متلازم مع مبدأ الإفصاح، أي أن الإفصاح قد يكون شفافا أو غير شفاف، والشفافية هي الوضوح، وحتى يكون الإفصاح شفافا يجب أن تتحقق فيه مواصفات معينة تجعله يتصف بالشفافية التي يحتاجها المستثمرين في إتخاذ قراراتهم، ولتتحقق الشفافية المطلوبة في النموذج المقترح، يجب على إدارة السوق وجميع الأطراف المشاركين فيه إتخاذ الإجراءات التي تجعل المعلومات المفصح عنها تمتاز بالموثوقية، والملائمة، والإتساق، وقابلة للمقارنة والفهم والإستيعاب؛

- مراعاة خصوصية الأدوات المالية الإسلامية إصدارا وتداولاً، ذلك لإحتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقود والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة، مع منع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، وإعتماد القيمة العادلة أساسا لإصدار هذه الأدوات، خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالإعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار، أو بالقيمة السوقية، مع الحرص على كون القيمة مقدره تقديرا مناسباً؛

- النص على قابلية أنظمة السوق المالية الإسلامية وقوانينها وأنظمتها للتطور، فينبغي أن تقرر آلية لمراجعة القوانين والأنظمة بشكل دوري بما يكفل تعديل ما يحتاج إلى تعديل وإضافة ما يحتاج إلى إضافة وتفصيل ما يحتاج إلى تفصيل، وأن يجعل ذلك جزءا من إستراتيجية إدارة السوق لضمان كون السوق مواكبة للتطورات الاقتصادية وإستيعاب الحاجات المتطورة والمتنوعة.

4- الشروط الفنية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الشروط الفنية عن تلك الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الجهات الإدارية المشرفة على السوق في ظل الاقتصاد الإسلامي، وتكون محل إلتزام من قبل المتعاملين

بالسوق، بحيث تمنع هذه الجهات المشرفة من لم يستكمل هذه الشروط للعمل في السوق المالية. وفي هذا السياق، يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط كما يلي:¹

- أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل في وجود جهة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات النموذج المقترح من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الإلتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق، والتي تضمن له الإستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيه؛

- يجب أن يشكل النموذج المقترح جمعية عامة، ومجلس لإدارة السوق تحدد أغراضه، وإختصاصاته وسلطاته، وأعضائه، وشروط عضويته ومدتها، مع تعيين مدير تنفيذي له، بتحديد كل صلاحياته وإلتزاماته؛

- أن يضع مجلس إدارة السوق شروط ومتطلبات الجهات والأدوات والأوراق المالية التي يسمح لها التعامل في النموذج المقترح إما إصدارا أو تداولاً أو وساطة أو غير ذلك، وتعد هذه الشروط والمتطلبات لازمة للتنفيذ إعتقاداً على قواعد السياسة الشرعية ورعاية المصالح العامة وهي قواعد مقررة في الشريعة الإسلامية؛

- إلتزام الجهات الراغبة بإصدار منتجات مالية إسلامية بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لإلتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب إستشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها وإعتقادها؛

- إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في النموذج المقترح، وعدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة، والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية، وعليه يجب على إدارة النموذج المقترح وضع معايير للكشف عن هذه العروض والحد منها عن طريق فرض العقوبات الخاصة بالتورط بإحدى محددات العرض والطلب المصطنعة؛

- يجب أن يتوفر في النموذج المقترح لجنة شرعية تضم في أعضائها فقهاء وخبراء على قدر عالي من التأهيل العلمي والشرعي والمحاسبي مما يميزهم بقدرتهم على التعامل مع القضايا المالية والأسواق المالية، وعليها أن تقوم بالمراقبة والمراجعة الدورية وإصدار التقارير، كما ينبغي التأكيد على أن كل شركة يجب أن يكون لها لجنتها الخاصة

بها لمتابعة أعمالها اليومية، وتقوم هذه اللجنة هي الأخرى بإصدار تقارير، ويجب أن يكون لهذه اللجان صلاحيات عالية وكبيرة حتى لا تكون خاضعة لإدارة السوق أو الشركات؛

- أن يتم تنظيم آليات الإعلان عن مدى التزام المتعاملين في السوق بالشروط المهنية، والشرعية؛

- فرض بعض الترتيبات التي تضبط التعامل في النموذج المقترح، بشرط أن لا تخل بأصل حرية التعاقد، كجعل الأولوية في تنفيذ أوامر البيع والشراء لأوامر السمسرة قبل صناع السوق، وللأوامر المقيدة لدى صناع السوق قبل البيع والشراء لحسابه الخاص؛

- التعاقد مع الوسيط (السمسار) على الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية يمكن أن يكون في شكل عقود إجارة، أو جعالة، أو وكالة بأجر، ولا يصح أن تحمل الوساطة على أحد هذه العقود بالإطلاق، بل لابد من النظر في الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين، للإستدلال بما على نوع العقد، كما يفضل عدم الإلزام بنوع عقدي واحد في ضوء أن الفقه الإسلامي يتيح عدة خيارات، فيترك للمتعاملين أن يحددوا طبيعة العلاقة مع الوسطاء الماليين، هل هي على أساس الإجارة، أو الجعالة، أو على أساس الوكالة بأجر؛

- عدم تقدير عمولة الوسطاء وتحديدتها من قبل الجهات المشرفة على السوق، والواجب أن يترك تقدير ذلك إلى الوسطاء أنفسهم، ما إلتزموا في ذلك بأخذ الأجرة المعتادة، أما إذا إمتنع الوسطاء عن تقديم خدماتهم إلا بأجرة مرتفعة زائدة على الأجرة المعتادة، ففي هذه الحالة يكون لمجلس إدارة السوق تحديد العمولة لما في ذلك من المصلحة العامة، وذلك لكون الأصل في الشريعة هو عدم جواز التسعير إلا إذا إقتضت المصلحة ذلك؛

- تحديد الشروط والصفات والمؤهلات الواجب توفرها لإعتماد الوسطاء في السوق ومراقبة تحقق هذه الشروط طول فترة الترخيص، وفي اللحظة التي يحتل فيها أي شرط من هذه الشروط يسحب ترخيصه للعمل؛

- ضرورة إيجاد قنوات يمكن عن طريقها تسجيل العقد، إما من خلال الشركة التي وقع العقد على أسهمها، أو حصولهم على تأهيل مناسب تقدره إدارة السوق كدورة تدريبية* لمدة شهر، والسماح بالتعامل بعد مضي مدى ثلاثة أشهر من التسجيل كمراقب، أو غير ذلك، ولا ينحصر التعامل بالبيع أو الشراء للأوراق المالية إلا عن طريق وسيط، مما يكلف المتعاقدان اللذان يتفقان على البيع والشراء من غير وساطة، لما في ذلك من تحميلهما أجرة الوساطة مع أنهما قد توصلا إلى إبرام الصفقة من غير وساطة أحد؛

- وضع رقابة شرعية ومهنية على الوسطاء لضمان حماية حقوق المتعاملين في السوق المالية الإسلامية ومتطلبات المصلحة العامة، وذلك من خلال الاطلاع على السجلات المحاسبية للوسطاء والقيام بالتفتيش بصورة دورية أو عند الضرورة، بالإضافة إلى فرض عقوبات صارمة على مخالفة قواعد السلوك المهني الأخلاقي، والحرص على أدائهم أعمالهم بأمانة وإخلاص لصالح عملائهم وبشكل يؤدي إلى تعظيم مصالحهم وتحقيق أهدافهم الاستثمارية دون تمييز بينهم أو تحميلهم عمولات وبذل خدمات مبالغاً فيها أو ضمان أرباح معينة لهم أو وعدهم بها أو ممارسة أي من أساليب الغش والخداع معهم؛

- يمكن لصناع السوق التخصص في نوع واحد أو أكثر من نوع من الأوراق المالية التي يجوز إصدارها شرعاً، بيعاً وشراءً ووساطة، كما يمكن أن يقوم السماسرة بتفويض صناع السوق في أوامر البيع والشراء الواردة إليهم من عملائهم، نيابة عنهم، إذا أذن لهم العملاء، أو كان العرف جارياً بذلك؛

- إلزام الشركات بعدد معين من المحللين الماليين المتصفين بالخبرة والمهارة، لمقابلة حاجة المستثمرين إلى معلومات أفضل؛

- يجب وضع إطار تنظيمي يهدف لتحقيق شروط الحوكمة*، يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها الشركة في معاملاتها الداخلية والخارجية، وذلك من خلال ترشيد ممارسات المديرين ومجلس إدارة الشركة أو المؤسسة المالية، وترشيد حقوق المساهمين، وذلك باتخاذ الإجراءات المناسبة لضمان حصول المساهمين على حقوقهم بما يحقق العدالة والمساواة دون تمييز، وكذا ترشيد ممارسات المحاسبين ومدققي الحسابات وما يقوموا به من أعمال لإظهار المراكز المالية ونتيجة نشاط المؤسسة وذلك من خلال تحديد آليات وضوابط اختيار وتغيير مراقب الحسابات بصفة دورية؛

- ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون الضبط والعاملين في النموذج المقترح، المرتبطين به بأي صفة وظيفية هامة، بأداء ما أسند إليهم من الأدوار بفعالية، وعلى نهج يتسق مع الشريعة الإسلامية، ولكي يكون هيكل الضبط فاعلاً تحتاج إدارة السوق إلى تحديد الخصائص المميزة لنموذج أعمالها، فمنها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية**،

ومنها ما يتعلق بقواعد السلوك وأخلاقيات العمل وثقافته*، ومنها ما يتعلق بالإلتزام الشرعي**، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال السوق، وهذه الأدوار تؤثر على النهج الذي يسلكه النموذج المقترح في صياغة وتنفيذ ومراقبة إستراتيجيات عملها، وسياساتها، وعملياتها، وأنظمتها الرقابية.

تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن يضع مجلس إدارة النموذج المقترح ما يراه مناسباً من القيود الإدارية والفنية بالمراعاة للمصلحة العامة.

5- الشروط الشرعية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الشروط القانونية والاقتصادية والمهنية والفنية، التي تم عرضها تمهيدا لتحقيق الشروط الشرعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا إذا جاء النص بتحريمها، ودليل ذلك قوله تعالى: ﴿كُلُّ الطَّعَامِ كَانَ حِلالاً لِّبَنِي إِسْرَائِيلَ إِلَّا مَا حَرَّمَ إِسْرَائِيلُ عَلَى نَفْسِهِ﴾¹، وعلى هذا الأساس فالشريعة الإسلامية لم تحجز دائرة المباح، وإنما العكس، حجزت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري، وبالتالي يفترض من أجل إقامة سوق أوراق مالية إسلامية أن تتحقق فيها الشروط الشرعية الموالية:²

- الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية نصوصا ومقاصدا وأحكاما، وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها، إذ أن الإلتزام بالشريعة ليس مجرد شكليات لا قيمة مضافة من ورائها، بل أحكام لها قيم ومبادئ مختلفة عن السوق التقليدية؛

- الإلتزام بالقيم الإسلامية، الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور المتعلقة بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية، كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسات اللاأخلاقية؛

- تجنب البيوع غير المشروعة، والتي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة* كبيع الغرر، بيع العينة، بيع الكالئ بالكالئ، بيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش؛..إلخ؛

- التيسير ورفع الحرج لقوله تعالى: ﴿لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا﴾¹، وقوله ﴿وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ﴾²، وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((إن الدين يسر، ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه))³ ويظهر أثر هذه القاعدة واضحا في التكاليف الشرعية، ففي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها الإباحة، ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل؛

- أن تكون الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً، إذ يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، كما يتم التداول عن طريق العقود والمعاملات الحائزة شرعاً، وبطريقة يتم فيها إجتنب مفسدات العقود* كالربا أو الجهالة أو الإحتكار أو الغبن أو الغش والتدليس والخداع أو غير ذلك؛

- أن تكون العقود قائمة على قاعدة التكافؤ بين الأطراف، بمعنى أنه لا يجب أن تميل إختصاصات والتزامات العقد لصالح طرف على حساب طرف آخر، وبالتالي ينبغي في سوق الأوراق المالية الإسلامية أن تكون قواعد العمل تكفل أن يكون تكافؤ أطراف العقد بقدر مناسب لتحقيق العدالة؛

- إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع وحرّمها، كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرّمته الشريعة الإسلامية، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعاقدة مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرّمه الشارع فهي فاسدة؛

- تجنب المضاربة غير المشروعة الهادفة لتحقيق فروق سعرية والقائمة على أساس المراهنة على الأسعار، والعقود والمعاملات غير الجائزة شرعا، أو التي تصاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والإحتكار وتقديم المعلومات المضللة.

مما سبق، فإن هذه الشروط الشرعية العامة، تؤدي دورا إستراتيجيا في تحسين أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتكسبه قدرة تنافسية عالية، مستقرة ومستمرة، تجعله في مستوى التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية المعاصرة.

المطلب الثاني: الأرضية التنظيمية للنموذج المقترح

لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية، لابد من وضع وتعزيز الأرضية التنظيمية له، وذلك من خلال وضع إدارة تتولى إدارته، وتكوين هيئة للإشراف عليه، وإصدار وتنظيم قوانين ولوائح تحكمه، ومعرفة المتعاملين فيه والراغبون في الاستثمار بوسائله وأدواته الإسلامية المشروعة، بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

1- إدارة النموذج المقترح

تتولى إدارة النموذج المقترح كل من:¹

1-1- الجمعية العامة لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يقترح النموذج تكوين جمعية عمومية من الأعضاء العاملين في السوق (السماسة)، والأعضاء المنظمين الممثلين في المصارف الإسلامية - كبنك البركة وبنك السلام، وأخرى أملا في إنشائها - وشركات التأمين التكافلي - كشركة سلامة، وأخرى أملا في إنشائها - وصناديق الاستثمار الإسلامية - الواجب إنشائها - ومؤسسات ترويج الإكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق، حيث تتم دعوة الجمعية العمومية لأول مرة بواسطة وزير المالية، وتحدد الإجراءات المتعلقة بدعوة الجمعية العمومية للاجتماع، ومكان انعقاده ونصابه وكيفية إتخاذ قراراته وما في حكم ذلك من موضوعات. وتختص الجمعية بالمهام التالية:

- إقرار وقائع الإجتماع السنوي السابق للجمعية العمومية، وإصدار لائحة داخلية لتنظيم إجراءات إجتماعاتها؛
- مناقشة التقرير السنوي لمجلس الإدارة وتقرير هيئة الرقابة الشرعية؛
- إنتخاب مجلس إدارة السوق، واختيار المراجع القانوني للسوق؛
- المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات؛
- سماع اقتراحات الأعضاء المتعلقة بنشاطات السوق ومناقشتها وتبني المناسب منها، مع دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق؛ إضافة إلى سلطات أخرى تقتضيها طبيعة عمل السوق.

1-2- مجلس الإدارة

يقترح النموذج تكوين لجنة لسوق الأوراق المالية الإسلامية من مجموعة من الأعضاء يتم إنتخابهم من طرف الجمعية العامة، ومجموعة من ذوي الإختصاص والخبرة في مجال السوق المالية الإسلامية يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء*، وهذا بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تصدر القرارات بأغلبية الأصوات، فإذا تساوت الأصوات يتم ترجيح الطرف الذي منه الرئيس، حيث يجتمع المجلس إجتماعا عاديا مرة كل شهر على الأقل بناء على دعوة من رئيسه، ويجوز له أن يعقد إجتماعا طارئا إذا رأى رئيس المجلس أو أكثر من نصف أعضائه أن ذلك ضروريا. ويختص هذه المجلس بالمهام التالية:

- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة المتعاملين فيها، وضمان حسن سير وسمعة السوق؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل في السوق، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها؛

- الإشراف على الأسعار، كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها؛
- قبول الأوراق المالية المتداولة في السوق أو رفضها في حالة عدم إستيفائها للشروط المعلن عنها؛
- الترخيص للسماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء، إضافة لقبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق.

1-3- المدير العام

يقترح النموذج أن يكون للسوق مدير عام من ذوي المؤهلات المناسبة والخبرة ويتم تعيينه لمدة ثلاث سنوات بقرار من مجلس الوزراء بتوصية من وزير المالية، وبعد أخذ رأي الجهة الرقابية العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية، إذ يكون هو المسئول التنفيذي الأول عن تنفيذ سياسات المجلس وقراراته، ويختص المدير العام بالآتي:

- ممارسة الصلاحيات الممنوحة له بموجب أحكام هذا القرار واللوائح والأوامر الصادرة بموجبه؛
- تصحيح عمليات التداول أو إيقافها أو إلغائها أو تقرير بطلانها في حالة مخالفتها لأحكام القانون؛
- الأمر بالصرف داخل السوق وفقاً للإعتمادات المرصودة في الميزانية التقديرية التي يوافق عليها المجلس؛
- الاستعانة بأجهزة الشرطة المختصة للمحافظة على النظام داخل السوق.

2- الهيئات الرقابية والإشرافية في النموذج المقترح

يتولى الرقابة والإشراف في النموذج المقترح الأجهزة الآتية:¹

1-2- الجهة الرقابية العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية

بغرض رفع المصداقية وتعزيز ثقة الجمهور يقترح النموذج إنشاء لجنة رقابية عليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية، تمثل سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي، وتقوم بدور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في نظيرتها التقليدية، وتتكون من رئيس يعين بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها أربع (4) سنوات، وستة (6) أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء لمدة أربع (4) سنوات، من قاضي يقترحه وزير العدل؛ وعضو يقترحه وزير المالية، وعضو يقترحه محافظ البنك المركزي؛ وأستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي والبحث العلمي، ويختاره لكفاءته في مجال الأسواق المالية والصيرفة الإسلامية؛ وعضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين؛ وعضو ممثل للأشخاص المعنويين المصدرين للأدوات المالية الإسلامية.

تقوم الهيئة بعد إنشائها بعملية الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية الإسلامية والمتعاملين فيه، إضافة إلى تنظيم وترخيص ومراقبة إصدار الأوراق المالية وتداولها، فضلا عن وضع السياسات والبرامج اللازمة لتطوير السوق، إذ مسؤولة عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، التشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤوليتها عن تقديم النصيحة إلى وزارة المالية فيما يختص بالقطاع المالي، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي والعالمي.

2-2- اللجنة الشرعية

يقترح النموذج إنشاء جهة رقابية شرعية، تتشكل من خمسة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية، ومن بينهم رئيس ينتخب من طرفهم، ويتم تعيينهم من طرف مجلس الإدارة أو الجمعية العامة بعد ترشيحهم من المجلس، إذ تكون هذه اللجنة تابعة للجهة الرقابية العليا، وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى إلتزام سوق الأوراق المالية الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية.

تقوم اللجنة الشرعية بالتعاون مع سوق الأوراق المالية الإسلامية على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن اللجنة الرقابية العليا التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.

فضلا عن ما سبق، تقوم اللجنة الشرعية بالرقابة على أعمال ومعاملات وأنشطة السوق، ومراجعة القوانين واللوائح والقواعد والأوامر والمنشورات التي تنظم أعمال السوق والمتعاملين فيه، للتأكد من إلتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم بإصدار الفتاوى الشرعية في الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية، وذلك في كل ما يتعلق بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما يمكنها الإستعانة بالمستشارين الشرعيين المستقلين الذين يقومون بدورا هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

3- إجراءات التعامل في النموذج المقترح

يتم التعامل في النموذج المقترح بالأدوات المالية الإسلامية التي يتم إصدارها في السوق الأولية بالتداول يباعا وشراء من خلال السوق الثانوية، ويقوم الوسطاء بدور بارز في هذه المقترح، من خلال تيسير الإتصال بين أطراف العقد، وتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة.

3-1- إصدار الأدوات المالية الإسلامية في النموذج المقترح

تعتبر سوق الإصدار جزءا مهما ومكونا أساسيا وضروريا لإقامة وبناء سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتعرف أيضا بالسوق الأولية، وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها، وذلك عن طريق الإكتتاب العام،¹ أي عرضها وبيعها للجمهور، وتتم هذه العملية من خلال البنك المركزي أو أحد المؤسسات المالية المرخص لها أو الشركات المنشئة لهذا الغرض، إذ تنشئ هذه المؤسسات علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (الشركات والمؤسسات المالية، المؤسسات الحكومية) وبين مقدمي الأموال (المدخرين)، ولغرض تصريف هذه الإصدارات الجديدة تقوم بتقديم النصح والمشورة، والمساعدة في تسجيل الوثائق، والإكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، وبيع وتوزيع الأوراق المالية الإسلامية.

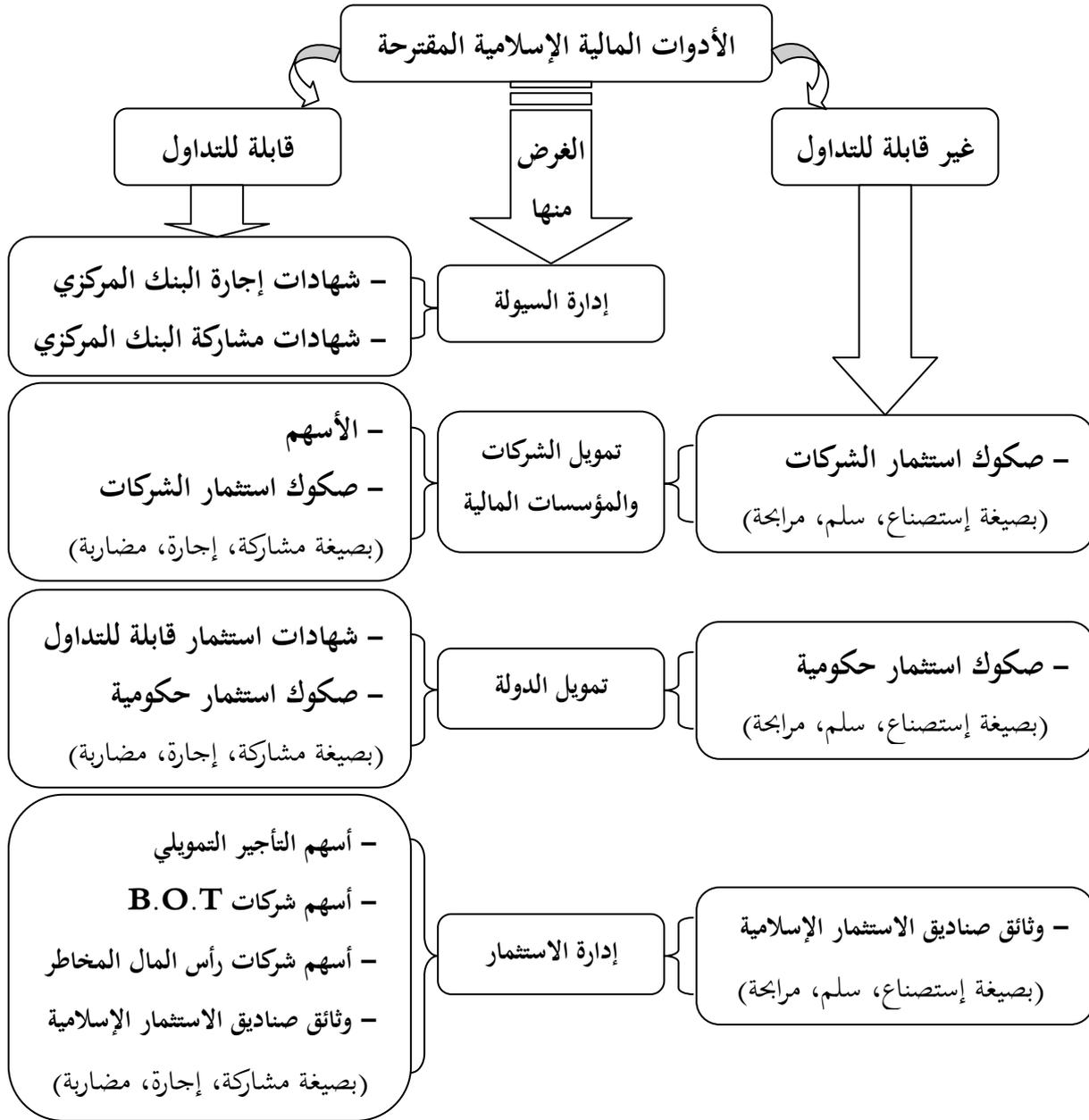
يتم إصدار المنتجات المالية الإسلامية على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها، حيث تقوم أساسا على تكوين وعاء استثماري من الأصول المباحة، ثم تحويل هذا الوعاء إلى وحدات وطرحها للمستثمرين،² بقيمة إسمية، كما يمكن إضافة إصدارات أخرى جديدة (لاحقة) بقيمة إصدارية حقيقية أو سوقية، ويتم تكييف وعاء الإصدار من حيث قيمة الإصدار ومدته للتوافق من احتياجات مختلف المتعاملين الراغبين في الاستثمار، كما يتم توفير ضمانات كافية لسلامة أداء الأصول المكونة للوعاء الاستثماري.

3-2- تداول الأدوات المالية الإسلامية في النموذج المقترح

تمثل كل أداة من الأدوات المالية التي يتم طرحها في السوق الأولية للإكتتاب العام ملكية حصة شائعة في رأس مالها، وتستمر ملكية حاملها طيلة مدتها، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها.

تداول الأدوات المالية المكتتب فيها في النموذج المقترح بالقيمة السوقية، وبطريقة مباشرة أو عن طريق الوكالة، ويجب مراعاة الأحكام الشرعية الخاصة بالتداول عند تداول هذه الأدوات المالية، وذلك من حيث كون هذه الموجودات نقودا، أو ديونا، أو أعيانا، أو منافع، أو خليطا من النقود والديون والأعيان والمنافع، والشكل التالي يميز بين أهم الأدوات المالية الإسلامية التي يتم تداولها في النموذج المقترح، والتي لا يتم تداولها، هذه الأخيرة يقتصر التعامل بها من خلال الإكتتاب الأولي في سوق الإصدار.

الشكل رقم (03-02): تصنيف الأدوات المالية الإسلامية المقترحة حسب قابلية التداول*



المصدر: من إعداد الباحث

والجدير بالذكر أن التداول بالأدوات المخصصة لإدارة السيولة، يقتصر فقط على المؤسسات المالية التابعة للقطاع العام.

* يرى المالكية حواز التصرف في السلم قبل قبضه ممن هو عليه بالبيع، سواء بنفس الثمن أو أقل أو أكثر، ما لم يكن طعاما، ووفقا لهذا الرأي فإنه يجوز تداول صكوك السلم والإستصناع بالقيمة السوقية طالما لم تكن طعاما، أنظر: عبد السلام صبحي حامد، «عقد السلم؛ قواعده وضوابطه في الشريعة الإسلامية»، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، الكويت، العدد 42، سبتمبر 2000، ص 273-278، ومحمد عبد الحليم عمر، «الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي»، بحث مقدم لندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجددة، مركز التنمية الإدارية بكلية التجارة، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 34.

3-3- تسعير الأدوات المالية الإسلامية في النموذج المقترح

يعتمد نظام التسعير في النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية على قانون العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة به، فلا يتدخل السوق بفرض سعر معين للأوراق المالية المتداولة فيه، حيث أن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، والتراضي الكامل لطرفي العقد يعني ترك تحديد السعر لظروف العرض والطلب، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على إستخراج السعر الملائم والصحيح، بهدف منع الضرر، وتحقيقاً للمصلحة العامة، حيث يتم الإعلان عن الأسعار ووضع جدول لها وطبعها وتوزيعها يومياً على جمهور المتعاملين في السوق.

يتم تشكيل لجنة مراقبة للأسعار لتحقيق المصلحة العامة، وعندما تطرأ ظروف إستثنائية تؤثر سلباً على قوى العرض والطلب، مما ترتفع أسعار الأوراق المالية بشكل غير طبيعي بسبب تأثرها بعوامل أخرى غير موضوعية كعمليات التناجش والبيع الصوري والإشاعات التي قد تؤدي إلى إحداث أزمة اقتصادية أو إستفادة طبقة صغيرة جداً بشكل كبير ومفاجئ وغير طبيعي، تتدخل لجنة المراقبة في تحديد أسعار الأوراق المالية بتدبير إجتهادي يستخدم من غير أضرار ولا تعسف لتحقيق المصلحة العامة.

3-4- الوساطة المالية في النموذج المقترح

تنبع الحاجة للوساطة المالية من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وهناك رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية ولا يملك رأس المال، فإذا كان الأول بعيد عن الثاني ولا يستطيع التعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف ثالث (سمسار) يعرف الطرفين ويملك ثقتهم ويتولى التقريب بينهما، وإشباع حاجة كلا الطرفين، مقابل مبلغ متفق عليه لتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف. يتبين أن السمسرة تعني التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه، ومن هذا المنطلق فإن عمل السمسار في سوق الأوراق المالية الإسلامية يدخل في باب الوكالة، ويصنف عمله في الفقه الإسلامي ضمن عقد الوكالة بأجر فهو جائز شرعاً*، وتحدد أجرته أو عمولة السمسرة بمبلغ معين عن كل صفقة يبيعها السمسار أو يشتريها**.

* ناقش الفقهاء والباحثون هذا التكليف الشرعي لعمل السمسار وقد إعتبر بعضهم أن عمل السمسار يدخل ضمن الوكالة المطلقة في البيع والشراء، كما إعتبروا أن شروط السمسرة في سوق المالية الإسلامية توافق شروط الوكيل في الفقه الإسلامي. لمزيد من الإطلاع أنظر:

- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية، المؤسسة الحذينة للكتاب، لبنان، سوريا، 2009، ص 90-99؛

- منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2009، ص 47.

** إعتبروا الحنفية على هذه الطريقة في تحديد عمولة السمسار وذلك لأنها وبحسبهم تمنع السمسار من ثمن عمله فقد ذهب ابن عباس إلى عدم تحديد مبلغ معين عن كل صفقة، حيث جاء في فتح الباري في باب أجر السمسرة "وقال ابن عباس لا بأس أن يقول بع هذا الثوب، فما زاد على كذا وكذا فهو لك".

يقترح النموذج إنشاء شركات وساطة مالية* (شركات السمسرة) مرخص لها من قبل مجلس إدارة السوق بالقيام بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في النموذج المقترح، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية، في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء، وطبقا للقوانين والتعليمات المنظمة لذلك نظير عمولة يتم الإتفاق عليها، كما يمكن لمجلس إدارة السوق الترخيص لصناع السوق بالتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، في أسهم شركة أو شركات معينة، والقيام بالشراء والبيع إما لحسابهم الخاص، وإما لصالح عملائهم من الوسطاء والسماسرة وغيرهم، كما يمكن للمجلس الترخيص للمصارف الإسلامية ممارسة أعمال الوساطة المالية في السوق بواسطة شركات تنشأ لهذا الغرض.

4- الركائز الأساسية للنموذج المقترح

يتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقق أهدافها، وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، وجود أطر مؤسسية تعمل مع بعضها البعض في ظل أنظمة وأحكام شرعية، إذ تشكل تلك الأطر الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وفيما يلي عرض مقترحات هذه الركائز.

4-1- الجهاز المصرفي الإسلامي

كما تمت الإشارة آنفا، يعتبر قيام نظام اقتصادي إسلامي متكامل وموحد غاية لكل مسلم غيور عن دينه، وهي الغاية المستهدفة إستراتيجيا، ونظرا لمآلات الأمور وعواقبها وما تستدعيه من إستحقاقات أو تداعيات، ورعاية المصالح العليا للفرد والمجتمع، فإنه ينبغي التدرج في التطبيق لا التشريع، وهذا ضمن مبدأ الإستطاعة العامة.

يقترح النموذج الإستفادة من التجربة الماليزية في الجهاز المصرفي الإسلامي الذي يتبع للبنك المركزي الماليزي الموحد، هذا الأخير يتولى وظائف مهمة وحساسة في سلم الوظائف المالية، ولعل من أهمها الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية، وبالنظر إلى خصائص البنك المركزي الجزائري نجده هيئة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي، ولا تنافسه أي مؤسسة أو هيئة أخرى على القيام بوظائفه، وذلك تطبيقا لمبدأ وحدة القيادة، فإنه من الضروري تعديل الأنظمة التي يصدرها البنك المركزي بإعتباره سلطة الضبط، والتي لم تعطي الأريحية للمؤسسات المالية الإسلامية لممارسة نشاطها، مما يستدعي الأمر لصياغة قانون خاص للصيرفة الإسلامية، وآخر لمنتجاتها، إضافة إلى تسهيل الإجراءات ومنح الترخيص لإقامة مصارف إسلامية جديدة بالجزائر تعمل على جذب الموارد النقدية المكتنزة من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفا فعالا يكفل تعظيمها ونموها طبقا لما رخص لها، وفي إطار القواعد المتفكدة وأحكام الشريعة الإسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصادياتها.

2-4- الجهات المصدرة للأدوات المالية الإسلامية في النموذج المقترح

يقترح النموذج إنشاء شركة خاصة للخدمات المالية الإسلامية بالجزائر، تابعة للبنك المركزي ووزارة المالية، وتقوم بدور إصدار الأوراق المالية (الأسهم والصكوك)، وطرحها للإكتتاب العام وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية واللوائح التنظيمية للجنة المنظمة والمراقبة لعمليات السوق، إذ تتولى بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة والتصرف الإداري الكامل في الأنصبه والحصص المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية بأي هيئات أو مؤسسات مالية أو شركات، وعليه فهي تقوم بمساعدة البنك المركزي في تنظيم السيولة العامة بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية بشكل خاص، وتنمية الاقتصاد الوطني بشكل عام.

3-4- شركات الاستثمار الإسلامية

تؤدي شركات الاستثمار الإسلامية دورا هاما في النموذج المقترح، من خلال تجميع مدخرات المستثمرين من مختلف الفئات، واستثمارها في محافظ (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتم إدارتها بشكل مستقل من طرف جهة متخصصة ومحترفة وملمة بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللإقتصاد القومي ككل.

يسعى هذا المقترح إلى إنشاء صناديق استثمار إسلامية تقوم على المضاربة الشرعية كنظام إسلامي لاستثمار الأموال، يعمل على الجمع بين عنصري رأس المال والعمل متمثلا في الخبرة العملية في مجال الاستثمار، إذ يقوم التطبيق العملي لهذا المقترح على قيام الجهة المتخصصة والمرخص لها من طرف مجلس إدارة السوق بالبحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة ودراسة جدوتها، ثم إنشاء صناديق استثمار إسلامية لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة عن الجهة المصدرة، حيث تطرح وثائقها للإكتتاب العام، ويتم تداولها في النموذج المقترح وفق الضوابط الشرعية وشروط تنظيمية معينة، إذ تتيح هذه الصناديق خيارات استثمارية متعددة أمام المدخرين وبصفة خاصة صغارهم بما يتفق وحاجتهم في تحقيق دخل دوري، أو عائد تراكمي، أو الجمع بينهما، لدى قد تكون هذه الصناديق متخصصة وفقا لقطاع أو أكثر من قطاعات النشاط الاقتصادي المتنوعة، ولصيغ شرعية مختلفة.

4-4- شركات التأمين الإسلامية

بالنظر إلى الدور الاجتماعي والاقتصادي الذي تؤديه شركات التأمين الإسلامية*، باعتبارها تقوم على التعاون بين مجموعة من الأشخاص (المشتركين)، يتعرضون لخطر أو أخطار معينة، ويتحملونها جميعا من خلال التبرع والإلتزام بالشرع، وذلك من أجل تفتيت المخاطر فيما بينهم من جهة، ومن أخرى الدور المالي الذي تقوم به

بوصفها شركة وساطة مالية يتمثل دورها في حشد مدخرات المشتركين وإعادة تشغيلها في الاقتصاد. لدى يقترح النموذج تأسيس شركات للتأمين التكافلي*، -على غرار شركة سلامة- تعمل على تأمين كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر، في هذا المقترح.

تجدر الإشارة، إلى ضرورة إنشاء وكالة للتصنيف الائتماني تقوم بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية والصكوك، وذلك لمساعدة المستثمرين في إتخاذ قراراتهم، وحماية أموالهم، كما يمكن الإستعانة بالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، لغرض تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية الإسلامية والصكوك لمستخدميها من المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم.

4-5- شركات المساهمة العامة

تعد الأدوات المالية الإسلامية التي تصدرها شركات المساهمة العامة** التي تعمل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، من أجل الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتحديد المشاريع

القائمة بالفعل، سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية، وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، المادة الأساسية للنموذج المقترح، هذا الأخير يحث على ضرورة وضع تسهيلات وإمميزات من طرف الدولة لهذه الشركات لإدراج أسهمها فيه، كتخفيض الضرائب على الأرباح، أو وضع إعتبارات لآليات التسديد، أو الإعفاء من بعض الرسوم، وإلى غير ذلك.

كما يقترح النموذج تأسيس شركات مساهمة عامة* تقدم خدمات مالية مستحدثة لتغطية العديد من أوجه النشاط الاقتصادي، بهدف المساهمة في عملية التنمية بالجزائر، وفقا لأهداف الدولة وخطتها المعتمدة، حيث يتم تداول أسهم هذه الشركات في هذا النموذج، ومن بين هذه الشركات ما يلي:

4-5-1- شركات التأجير التمويلي يعتمد التطبيق العملي المقترح لتأسيس شركات تأجير تمويلي، على قيام الجهات المتخصصة والمرخص لها من طرف مجلس إدارة السوق بدراسة جدوى مستفيضة لمجالات التأجير التمويلي الشرعية، واختيار أكثرها تميزا، ثم تقوم ذات الجهة بتأسيس شركات مساهمة متخصصة في نشاط التأجير التمويلي، تقوم هذه الأخيرة بشراء الأصول الرأسمالية وتأجيرها بعقد محدد وطويل الأجل وعلى أساس شرعي، وبمقابل أجرة معلومة. تجدر الإشارة، إلى أن أسهم هذه الشركة يتم طرحها للإكتتاب العام، وتداولها في النموذج المقترح وفق الضوابط الشرعية وشروط تنظيمية معينة؛

4-5-2- شركات BOT** يعتمد التطبيق العملي المقترح لتأسيس شركات BOT، على قيام الجهات المتخصصة والمرخص لها من طرف مجلس إدارة السوق بدراسة الجدوى لمشروعات المرافق العامة التي تطرحها الحكومة، والتأكد من جدوتها، واختيار أكثرها ربحية، ثم تقوم ذات الجهة بتأسيس شركات مساهمة متخصصة بالقيام بخدمة BOT، هذه الأخيرة تقوم بإنشاء المرافق العامة وإدارتها والإستفادة بعوائدها طول فترة الإمتياز، ثم تنتقل ملكية المرافق للدولة في نهاية المدة بحالة جيدة وقابلة لإستمرارية التشغيل، تجدر الإشارة إلى أن أسهم هذه الشركة يتم طرحها للإكتتاب العام، وتداولها في النموذج المقترح وفق الضوابط الشرعية وشروط تنظيمية معينة، على أن تقوم الشركة بإستهلاك مجموعة من الأسهم سنويا إلى أن تصفى ملكيتها بالكامل عند إنتقال ملكية المرفق للدولة؛

** يمثل مصطلح BOT إختصارا لمصطلح **Build, Operate, Transfer**. أي البناء أو التشييد، ثم التشغيل، ثم نقل الملكية، بمعنى أن تعهد الحكومة من خلال إحدى وحداتها إلى شركة وطنية أو أجنبية أو مشتركة بإنشاء مرفق عام بأموال الشركة لإشباع حاجات عامة يحتاجها الجمهور كالطرق والمواصلات والمطارات والإنارة والنقل والموانئ والاتصالات وغيرها (وهذا ما يعبر عنه بالإنشاء **Build**) ثم تتولى هذه الشركة إدارة هذا المرفق العام بتسلم الخدمة للجمهور لمدة محددة مقابل مبالغ معينة تحددها الجهة الحكومية وتحت إشرافها ورقابتها، ويوزع العائد بين الحكومة والشركة (وهو ما يعبر عنه بالإدارة **Operate**)، وفي نهاية المدة المحددة التي تتراوح عادة ما بين 20-25 سنة تنتقل ملكية المرفق للحكومة في حالة جيدة وقابلة لإستمرارية تشغيله (وهذا ما يعبر عنه بنقل الملكية **Transfer Ownership**).

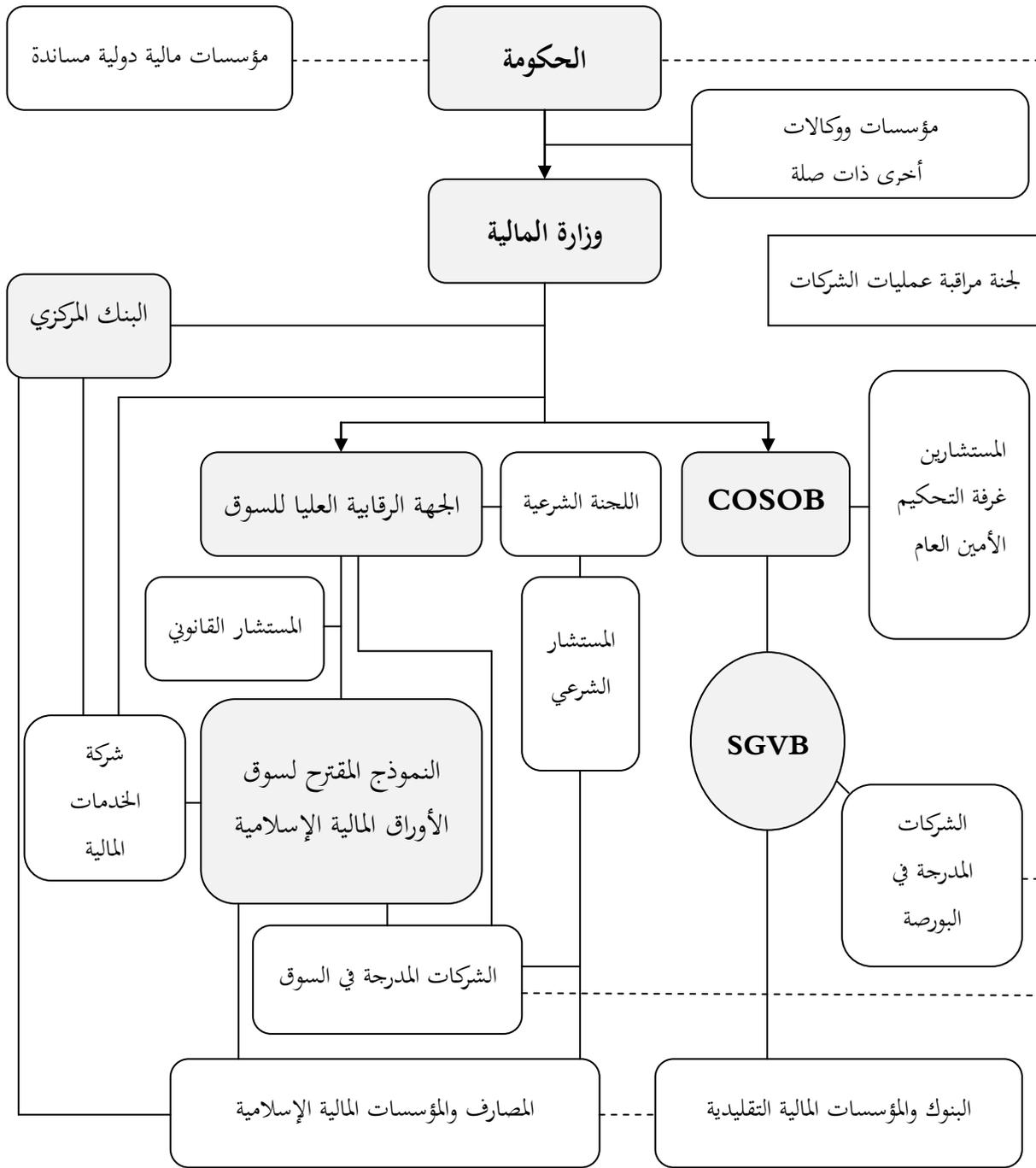
4-5-3- شركات رأس المال المخاطر يعتمد التطبيق العملي المقترح لتأسيس شركات رأس المال المخاطر*، على قيام الجهات المتخصصة والمرخص لها من طرف مجلس إدارة السوق بدراسة مستفيضة للمشروعات الناشئة (الصغيرة والمتوسطة)، والمشروعات المتعثرة التي تخلو أنشطتها من العناصر المحرمة شرعا، ثم تحليل أفكارها وإستراتيجيتها، والتأكد من جدوتها وربحيتها المتوقعة، ومن تم تقوم ذات الجهة، أو بمشاركة عدد من الجهات ذات الإختصاص، بتأسيس شركات مساهمة متخصصة في رأس المال المخاطر وفقا لأسس شرعية، على أن تقوم هذه الشركة بطرح أسهمها للإكتتاب العام، وتداولها في النموذج المقترح وفق الضوابط الشرعية وشروط تنظيمية معينة، تجدر الإشارة إلى أن هذه الشركة مجبرة بالإفصاح عن إستراتيجيتها الاستثمارية لرأس المال المخاطر، سواء كان بإتباعها إستراتيجية التخصص في قطاعات معينة، أو التنوع في محفظة استثماراتها بإقامة توازن بين الاستثمار في مشروعات مستقرة (ذات مخاطر محدودة)، ومشروعات ناشئة ومتعثرة (ذات مخاطر عالية).

4-6- مؤسسات مالية مساندة للنموذج المقترح

بشكل عام، بالرغم من وجود المؤسسات السالفة الذكر والمهمة لإقامة وتطوير هذا المقترح، إلا أنه ينبغي أن يتم تدعيمها بأطر مؤسسية تعمل كمؤسسات مالية رديفة للمؤسسات المالية الإسلامية حول العالم، وذلك من أجل تقديم الإستشارات المالية بخصوص دراسات الجدوى وإدارة الأموال والرقابة المالية، ولعل من أهمها: شركات الإستشارات المالية، السوق المالية الإسلامية الدولية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الوكالة الإسلامية الدولية للتقييم الإئتماني، المجلس العام للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة التأمين على الودائع المصرفية، مؤسسات الزكاة وإدارة الأوقاف، مجلس الخدمات المالية الإسلامية... وغيرها، حيث تهدف هذه المؤسسات لتحقيق نوع من القبول العالمي للتمويل الإسلامي ومؤسساته، وتحقيق التناسق في الأساليب والأدوات المالية المستخدمة في المؤسسات المالية الإسلامية، إضافة إلى توحيد المعايير المحاسبية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، فضلا عن الدور المأمول منها في إقامة أسواق مالية إسلامية على مستوى العالم.

ويمكن توضيح ما سبق، من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-03): التركيب البنوي للنموذج المقترح



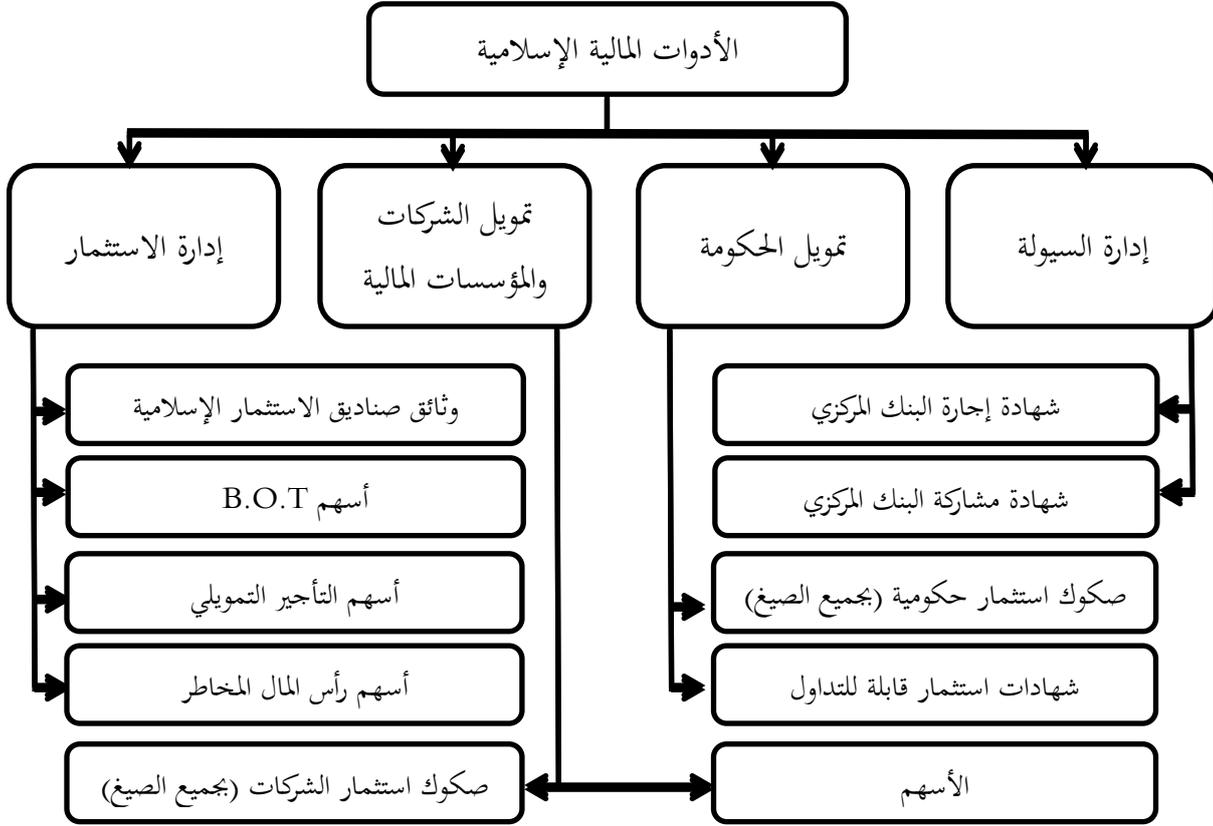
المصدر: من إعداد الباحث

5- الأصول والأدوات والأوراق المالية المقترح التعامل بها في النموذج

يوفر النموذج المقترح للمدخرين عددا من الأدوات المالية الإسلامية لاستثمار أموالهم، وذلك لأغراض

متنوعة كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-04): تصنيف الأدوات المالية الإسلامية حسب الغرض منها في النموذج المقترح



المصدر: إعداد الباحث

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه، أن التطبيق العملي المقترح يعتمد على إصدار مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية، ولأغراض متنوعة كما يلي:

5-1-1- الأدوات المالية الإسلامية المخصصة لإدارة السيولة

عبارة عن شهادات إجارة أو مشاركة¹ تقوم على أساس شرعي، يصدرها البنك المركزي بهدف إدارة السيولة، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية ما بين المؤسسات المالية الإسلامية التابعة للقطاع العام.

5-2-2- الأدوات المالية الإسلامية المخصصة لتمويل الدولة

يمكن تصنيفها إلى صنفين:

5-2-2-1- صكوك استثمار حكومية عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع حكومي معين، وتسمح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية على أساس شرعي، وعن طريق عقود الإجارة، أو المرابحة، أو الاستصناع، أو السلم بغرض تحقيق ربح؛

5-2-2-2- شهادات استثمار قابلة للتداول عبارة عن شهادات تصدرها وزارة المالية على أساس شرعي، تخصص حصيلتها للاستثمار الحكومي في مشروع معين، أو نشاط محدد، سواء كان زراعي أو صناعي أو تجاري*، أو عقاري**؛.. إلخ، ووفقا للصيغ الاستثمارية الشرعية المختلفة كالأجارة***، المشاركة****؛.. كما قد تخصص حصيلتها للاستثمار في أنشطة متنوعة، ومشاريع متعددة، ويتم تداول هذه الشهادات عبر شركات الوكالة.

5-3- الأدوات المالية الإسلامية المخصصة لتمويل الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية

يمكن تصنيفها إلى:

5-3-1- أسهم شركات المساهمة العامة عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والشرعية، تصدرها شركات المساهمة التي تخلو أنشطتها من العناصر المحرمة شرعا، فهي أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتمثل حصص شائعة في رأس مال الشركة وموجوداتها وما يترتب عليها من حقوق.¹

5-3-2- صكوك استثمار الشركات عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع من مشروعات الشركة، وتسمح لحاملها المشاركة في تمويل أصول الشركة على أساس عقود شرعية، وبظوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك باختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول.

5-4- الأدوات المالية الإسلامية المخصصة لإدارة الاستثمار

يقترح النموذج مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تصدرها صناديق الاستثمار وشركات المساهمة التي تقدم خدمات مالية مستحدثة، والتي تديرها وتمارسها الشركات المحددة (كالمصارف الإسلامية) ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمار نيابة عن عملائها، ومن أهم هذه الأدوات:

5-4-1- وثائق صناديق الاستثمار الإسلامية تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية التي تديرها جهة من أهل الخبرة والإختصاص مقابل أموال المستثمرين، وفقا لنظام المضاربة الشرعية، وقد تكون هذه الوثائق في شكلين:

5-4-1-1-1- وثائق إدارة تمثل حصة الجهة المديرة في رأس مال الصناديق التي تنشئها، وتتيح لها حق الإدارة، وإتخاذ القرارات، وغيرها من التصرفات؛

5-4-1-2- وثائق مضاربة تمثل حصة المستثمرين في رأس مال الصناديق التي تنشئها الجهة المديرة، ولا يكون لأصحابها الحق في التدخل في إدارة الصناديق.

5-4-2- أسهم BOT تصدرها شركات BOT التي تديرها جهة من أهل الخبرة والإختصاص، وتتولى هذه الشركات إنشاء المرافق العامة وإدارتها والإستفادة بعوائدها طول فترة الإمتياز، ثم تنتقل ملكية المرافق للدولة في نهاية المدة.

5-4-3- أسهم التأجير التمويلي تصدرها شركات التأجير التمويلي التي تديرها جهة من أهل الخبرة والإختصاص، وتقوم هذه الشركات بشراء الأصول الرأسمالية وتأجيرها بعقد طويل الأجل وعلى أساس شرعي.

5-4-4- أسهم رأس المال المخاطر تصدرها شركات رأس المال المخاطر التي تديرها جهة من أهل الخبرة والإختصاص، أو بمشاركة عدد من الجهات ذات الإختصاص وفقا لأسس شرعية، وتستثمر هذه الشركات أموالها في المشروعات الصغيرة والمتوسطة والمشروعات المتعثرة التي تخلو أنشطتها من العناصر المحرمة شرعا.

6- الزكاة في النموذج المقترح

الأصل في الزكاة شخصية تجب على أصحابها لا على المؤسسة المتخصصة والتي تتولى الإدارة، وبالنظر الفقهي لزكاة الأوراق المالية المتعامل بها في النموذج، يتبين أنها تخضع في مجملها لزكاة عروض التجارة*، أو النقود**،

أو زكاة المستغلات*، حيث يتمثل وعاء الزكاة لكل أداة من الأدوات المالية الإسلامية المقترحة في النموذج، في صافي رأس المال العامل مضاف إليه صافي الربح، وذلك عند توافر النصاب وحولان الحول**، وتقدر نسبة الزكاة بـ 2.5% من قيمة هذا الوعاء في نهاية كل سنة مالية***، على أن تتضمن نشرة الإكتتاب النص صراحة على خصم الزكاة.

والجدير بالذكر، أنه لإخراجها يتم تطبيق مبدأ الخلطة¹، فيتم النظر إلى أموال المكتبتين (الشهادات القابلة للتداول، وثائق الصناديق؛.. بإعتبارها ذات ذمة مالية مستقلة) كأنها مال شخص واحد من حيث النصاب والحول، كما تجب زكاة الأسهم (أسهم شركات المساهمة العامة) على أصحابها، وتخرجها إدارة الشركة نيابة عنهم إذا نص في نظامها الأساسي على ذلك، أو صدر به قرار من الجمعية العمومية، أو إذا ألزم قانون الدولة (المقترح تعديله) الشركات بإخراج الزكاة، أو حصل تفويض من أصحاب/ صاحب الأسهم لإخراج إدارة الشركة زكاة أسهمهم/ أسهمه، حيث تخرج الشركة زكاة الأسهم كما يخرج الشخص الطبيعي زكاة أمواله، من حيث نوع المال الذي تجب فيه الزكاة، ومن حيث الحول، والنصاب الذي يعتبر جميع أموال المساهمين بمثابة أموال شخص واحد، وذلك بتطبيق مبدأ الخلطة.

* يقصد بالمستغلات الأموال التي لا تجب الزكاة في عينها، ولم تتخذ للتجارة، ولكنها تتخذ للنماء، فنغل لأصحابها فائدة وكسب بواسطة تأجير عينها، أو بيع ما يحصل من إنتاجها؛.. والفرق بين ما يتخذ من المال للإستغلال، وما يتخذ للتجارة، هو أن ما أتخذ للتجارة يحصل الربح فيه عن طريق تحول عينه من يد إلى يد، أما ما أتخذ للإستغلال فتبقي عينه وتتجدد منفعته، وتدخل صكوك الإجارة تحت عروض القنية التي تقتنى أو تمتلك بغرض الإستغلال وتحقيق إيراد من ورائها، وقد جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي ((أن الزكاة تجب في الغلة وهي ربع العشر بعد دوران الحول من يوم القبض مع إعتبار توافر شروط الزكاة وإنتفاء الموانع))، أنظر: قرار رقم: 02، بشأن الزكاة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثانية للمؤتمر الإسلامي المنعقد بجدة، السعودية، 1998، ص11.

** يقدر النصاب بخمسة وثمانين غرام من الذهب، أما الحول فيمثل إثني عشر شهرا قمريا.

*** قد تختلف هذه النسبة باختلاف طبيعة خضوع الزكاة عن ما تم ذكره، ونظرا لتنوع الأدوات واختلاف صيغ التعامل بها، والتطورات والابتكارات فيها، والمسائل المستحدثة عليها، فإنه من الضروري ترك الفتاوى لأهل العلم من الفقهاء بهذا الخصوص.

المبحث الثالث: إمكانية تطبيق النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر

نظرا للدور الكبير الذي يضطلع به سوق الأوراق المالية في المجال الاقتصادي، وبما أن الإسلام قد حث على حفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، أصبح من الضروري إقامة سوق أوراق مالية إسلامية لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم، غير أن ذلك يواجه مجموعة من التحديات والعقبات تحد من إقامته.

يهدف هذا المبحث إلى دراسة مدى إمكانية تطبيق النموذج المقترح لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وذلك إنطلاقا من معرفة مدى حاجة الجزائر لسوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ودراسة فرص النجاح المتوقعة لتطبيق هذا النموذج المقترح، والمعوقات التي تحول دون تطبيقه، وذلك من خلال تحليل آراء المختصين في مجال الاقتصاد الإسلامي من جهة، وآراء المجتمع الجزائري من جهة أخرى.

المطلب الأول: الحاجة لتطبيق النموذج بالجزائر

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة جد هامة للاقتصاد الوطني، إذ فتحت أبوابا وأبعادا تزيد من فاعلية الأسواق المالية الدولية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية، فهي تعطي فرصا هامة لكل مستثمر لتقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائدته من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات المثلى والأكثر نجاحا ومشروعية، كما تمثل هذه السوق محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

في ظل الإضطرابات والأزمات التي يواجهها النظام المالي على الصعيد الدولي والإقليمي من جهة، ولتجنب المستثمرين الجزائريين الحريصين على دينهم من الوقوع في شبهات هم في غنى عنها من جهة أخرى؛ أصبحت الحاجة ملحة لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، من أجل إزاحة الحرج عن المستثمرين المسلمين، وتوفير البديل المناسب لهم عن سوق الأوراق المالية التقليدية التي لا تتوافق أغلب تعاملاتها مع الشريعة الإسلامية.

الإتجاه	الرتبة	الإنحراف المعياري	المتوسط المرجح	العبارة
---------	--------	----------------------	-------------------	---------

تؤكد النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول أعلاه، أن تنوع البدائل الاستثمارية الشرعية يترتب عليها توظيف أمثل للأموال، كما أن إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية يقدم أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، يؤثر بشكل ملحوظ في إمكانية تطور وإقامة مؤسسات مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، خاصة وأن من أبرز المعوقات التي تعاني منها هذه المؤسسات المالية تتمثل في البحث عن تسييل أدواتها من جهة، والاستثمار في أدوات متوسطة وطويلة الأجل من جهة أخرى، وهنا تبرز الحاجة لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

تشير نتائج الدراسة، إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية يساهم في حمايته من تداعيات الأزمات، والقضاء على الجشع والتلاعبات ويقلل من المضاربة غير المشروعة، حيث أثبت الواقع العملي متانة المعاملات المالية الإسلامية وقوتها في معالجة الأزمات، وقدرتها على التقليل أو تجنب الخسائر الكبيرة، وإيجاد حلول تمويلية واستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخير دليل على ذلك هو تبنيتها من طرف كثير من الدول غير الإسلامية، لدى فإن إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر يساهم في تلبية حاجيات المستثمرين ويقلل من الظواهر النفسية ويمنح الثقة للمتعاملين للاستثمار في هذا السوق، وبالتالي فإن إقامته يعد أمرا مرغوبا فيه لدى المستثمرين، وهو ما تؤكد عينة الدراسة والموجهة للمختصين في مجال الأسواق المالية والاقتصاد الإسلامي.

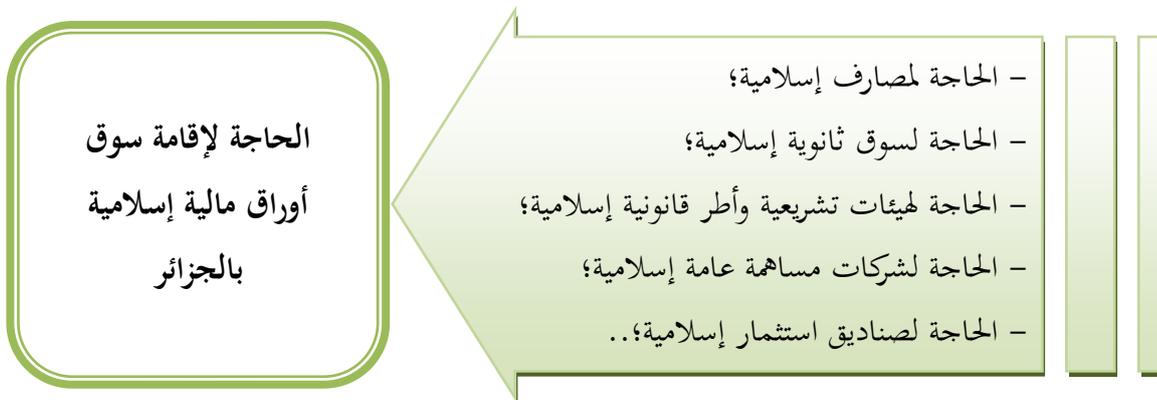
تكشف نتائج الدراسة أن ضمان وجود سوق أوراق مالية بالجزائر تتعامل بضوابط وآليات وقواعد عمل تتفق مع الشريعة الإسلامية يحفز من عملية الإدراج، حيث يتمتع التمويل الإسلامي الذي تحصل عليه شركة

المساهمة العامة عن طريق الإكتتاب العام بقدر كبير من الإستقرار، فالمعاملات الشرعية في البورصة تخفض من مخاطر الاستثمار، ففي ظل الصعوبات والتحديات التي تواجه بورصة الجزائر، وعدم فعاليتها بسبب ثقافة المستثمرين من جهة، ومرجعيتهم الدينية من جهة أخرى، وتفضيلهم بالتعامل بأدوات مالية إسلامية عوض الأدوات المالية التقليدية، تبرز الحاجة لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر.

أثبتت النتائج المتوصل إليها أن سوق الأوراق المالية الإسلامية يساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي بشكل حقيقي، كون أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة، لدى فإن الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات قائمة عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال والمشاركة في الأرباح ومخاطرها، وتعتبر أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية من هذه الأوعية الاستثمارية، فهي متلائمة مع ضوابط الشريعة الإسلامية والاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، مما يجعل لهذه السوق دورا مهما في الحياة الاقتصادية لا غنى عنها.

يتضح من خلال تحليل نتائج عينة الدراسة الموجهة للمختصين في مجال الأسواق المالية والاقتصاد الإسلامي، أن الأعوان الاقتصادية بالجزائر بحاجة لسوق أوراق مالية إسلامية، وهو ما سيتم تأكيده من خلال دراسة حاجة المجتمع الجزائري لهذا السوق.

الشكل رقم (03-05): الحاجة الماسة لتطبيق النموذج المقترح في الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

من خلال دراسة وتحليل آراء المجتمع الجزائري حول حاجته لإقامة سوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في الجزائر، والموضحة في الشكل أعلاه، تم التوصل إلى ما يلي:

1- الحاجة لمصارف إسلامية بالجزائر

يلاحظ من خلال دراسة واقع وحاجة المجتمع الجزائري لتمويل إسلامي والواردة في الجدول أعلاه، أن الكثير من أفراد عينة الدراسة بحاجة لرأس مال في شكل قروض حسنة لإنجاز مشاريع شرعية لديهم خبرة فيها، أو

تمويل استثماري بصيغ شرعية كالمشاركة أو الإجارة أو المرابحة، وخاصة الحرفيون وأصحاب المشاريع الصغيرة،¹ فهم بحاجة لحل مشاكلهم التمويلية وتغطية حاجياتهم الإستغلالية والتوسعية، خاصة في ظل نفور الدائنين من تقديم التمويل لهم، بفعل نقص الضمانات التي تسمح بتغطية مخاطرهم، وقلة أموالهم الخاصة التي تعبر عن مدى إستعدادهم لتحقيق المشروع وتحمل المخاطر الناتجة عن إستخدام الأموال المقترضة، إضافة إلى أن جلهم ينشطون في قطاع غير رسمي، حيث لا يسكون سجلات محاسبية منتظمة، ولا يهتمون بتسجيل عملياتهم وتقييد حساباتهم في دفاتر يمكن الرجوع إليها، وهو ما يجعل من التعامل معهم صعب. ومن خلال ما سبق، فهم بحاجة إلى مصرف يحترمهم ويتعامل معهم بعدل ويوفر لهم تجربة مصرفية بسيطة بدون فوائد.

تظهر النتائج المتوصل إليها أن معظم أفراد عينة الدراسة لديهم ثقة في تعاملات البنوك الإسلامية، فضلا عن رضائهم بالصيغ المستخدمة فيها، غير أنه بالنظر إلى تفاصيل ذلك يلاحظ أن هناك تشتت في آراء المستجوبين بهذا الخصوص تبعا لمجال العمل، حيث يرى الموظفون التابعين لوزارة الشؤون الدينية والإطارات السامية رأيا مخالفا حول مدى ثقتهم ورضائهم عن الصيغ المستخدمة في البنوك الإسلامية بالجزائر، وهذا ما يؤكد جدول تحليل التباين،² كما يرى الباحث أن عمل البنوك الإسلامية الناشطة بالجزائر في ظل هذه الظروف يشوبها بعض الانحرافات عن إطارها النظري، فهي لا تحقق الكفاءة الشرعية، مما يفقدها الثقة من جهة، ومن جهة أخرى فبدل من اعتماد هذه البنوك بصورة أساسية على أسلوب المشاركة، وجد أنها قد اعتمدت بصورة رئيسية على أسلوب المرابحة، وهذا لا يحقق أهدافها التنموية المأمولة، ومن هنا تبرز الضرورة لتطوير الصيغ المستخدمة في البنوك الإسلامية بالجزائر.

ومن خلال ما سبق، يمكن أن يؤدي سوق الأوراق المالية الإسلامية دور المساعدة للنموذج المصرفي الإسلامي، بإعتباره يقدم أوعية يمكن من خلالها تحقيق الإستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للمصارف دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية.

2- الحاجة لصناديق استثمار إسلامية بالجزائر

تبين النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول أعلاه، أنه بالرغم من التباين في آراء المستجوبين تبعاً لمجال العمل، وخصوصاً الموظفين التابعين لوزارة الشؤون الدينية والإطارات السامية، والملاحظ من خلال الإنحراف المعياري من جهة، وما يؤكدّه جدول تحليل التباين من جهة أخرى،¹ إلا أن أغلب أفراد عينة الدراسة تنقصها خبرة في إدارة أموالها بطريقة شرعية، كما أن ليس لديها دراية بالجوانب الشرعية والقانونية للإصدار، كما تشير النتائج إلى أن أفراد عينة الدراسة بمختلف أجناسهم لا يملكون الوقت الكافي لإدارة أموالهم بطريقة شرعية،² كما أنهم لا يجبدون استثمار أموالهم في مجال واحد، ومن هنا تظهر الحاجة لضرورة تأسيس صناديق استثمار إسلامية بالجزائر وبصيغ متنوعة إستجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون للحصول على الدخل الحلال، وتحقيقاً لرغبات صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية

تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، بواسطة إدارة محترفة وملمة بالجوانب المالية والفقهية، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللاقتصاد الوطني ككل.

3- الحاجة لسوق تداول أوراق مالية إسلامية بالجزائر

تبين نتائج الدراسة الواردة في الجدول رقم (03-09) السابق، وبشكل كبير رغبة المواطنين الجزائريين والغيورين على وطنهم بالمساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية وإجتماعية في المجتمع، إذ يتضح أن لديهم الرغبة في استثمار وتوظيف أموالهم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الصدد فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية تأخذ على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الاقتصادية، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب، وإنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة في التوزيع، لدى فإنهم بأمس الحاجة إلى إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر تتوافر فيها الضوابط الشرعية، حيث أن وجودها يضمن استثمار هذه الأموال وتنميتها، وخاصة إذا دعمت بسوق تداول (أسواق ثانوية) تضمن تصريف المنتجات المالية الإسلامية.

تكشف النتائج المتوصل إليها، أن إقامة سوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بالجزائر يساهم في تلبية حاجيات المستثمرين ويقلل من الظواهر النفسية ويمنح الثقة للمتعاملين للاستثمار فيها، وهذا ما أكدته عينة الدراسة وخصوصا الموظفين التابعين لوزارة الشؤون الدينية والإطارات السامية،¹ كما أكده المتخصصون في مجال الدراسة من قبل، حيث أن معظم أفراد عينة الدراسة لديهم رغبة في التعامل مع شركات تتعامل بالإفصاح والشفافية، وبما أنهم يفضلون تغيير مشروعهم حسب ظروفهم -على عكس فئة الحرفيين² - فهم بحاجة لسوق منظمة تحقق لهم شرطي الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية.

4- الحاجة لشركات مساهمة عامة تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بالجزائر

تكشف نتائج الدراسة الواردة في الجدول أعلاه، أن فتاوى الفقهاء بحرمة المساهمة في شركات تتعامل بالمحرمات كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة يجعل من عملية الإكتتاب العام جسدا دون روح لعزوف الجمهور عن شراء وتداول أوراقها المالية المطروحة للإكتتاب، كما أظهرت نتائج الدراسة أن معظم عينة الدراسة ليس لديهم رغبة في التعامل مع شركات تعمل في الأعيان المحرمة، بينما يفضلون التعامل مع شركات تلتزم بالأولويات الإسلامية، حيث تكون ذات أغراض مشروعة وموضوع نشاطها حلال، بالإضافة إلى خلو تعاملها من أي محذور شرعي كالربا والغرر والغش؛.. إلخ، فهم بحاجة لاستثمار أموالهم كمساهمين مع شركات كل تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشرعية الإسلامية، كون أن التعامل مع هذه الشركات لا يحتاج لمزيد من الجهد والعمل، إذ أن للشركة مجلس إدارة قائم يقوم بإدارة عملها ويضع الخطط والبرامج لتطويرها وتنميتها.

إنطلاقا من ما سبق، تبرز حاجة ورغبة المجتمع لاستثمار مدخراتهم وتنميتها من خلال شركات المساهمة العامة الإسلامية، هذه الأخيرة سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية، وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو الخاص، تؤدي دورا كبيرا في بناء اقتصاديات الدول والشعوب، حيث تعتبر إحدى أدوات التنمية في الاقتصاد الوطني، كما أن الأدوات التي تلجأ إليها للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتحديد المشاريع القائمة تعد المادة الأساسية لسوق الأوراق المالية المقترحة.

5- الحاجة لهيئات تشريعية وأطر قانونية إسلامية بالجزائر

تكشف نتائج الدراسة الواردة في الجدول أعلاه، أن المؤسسات الإسلامية مطالبة بالأخذ بالمقاصد الشرعية، وأن لا تكتفي بتقديمها منتجات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث أن هذه المنتجات الإسلامية

جاءت لتقدم بديل لنظيرتها التقليدية، إذ أن بعضها قائم على أسس لا تعترف بالشريعة وتم إلbasها اللباس الإسلامي لتمارس عملها في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما قد يعارض صياغتها لمقاصد الشريعة من تشريع الأحكام، ويأتي عليها بالنقض، كونها قد تستعمل الحيل الممنوعة قصد الوصول إلى محرم، كالتوصل إلى الربا ببيع العينة، لدى للحد من تنامي الحيل والإلتفاف حول غايات الشريعة الإسلامية، فإن المؤسسات المالية الإسلامية بحاجة اليوم إلى تطوير منتجاتها أكثر من أي وقت حتى تواكب العصر وتلي حاجات المستثمرين، آخذة بعين الإعتبار مقاصد الشريعة في المعاملات المالية*، كما يجب عليها أن تلتزم بالبدايل التمويلية الشرعية، وهي العقود المثلى التي تمكنها من قيامها بدورها التنموي الذي ينبغي أن تضطلع به، ليوافق شعار تحقيق التنمية الذي رفعته عند قيامها.

تؤكد النتائج المتوصل إليها على ضرورة توافر الأطر القانونية الخاصة بالنظام المالي الإسلامي، والتكامل بين القوانين التجارية والمعايير التنظيمية والقواعد الإسلامية، وذلك من خلال وضع أنظمة وقوانين خاصة بشركات المساهمة الإسلامية لتسهيل قيامها وعملها، وإعادة النظر في قانون الاستثمار ليطمأنى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وصياغة قانون خاص للصيرفة الإسلامية، وآخر لمنتجاتها، إضافة إلى تعديل القانون التجاري الذي لم يراعي لخصوصية وتصنيف المنتجات المالية الإسلامية، كما تؤكد النتائج على ضرورة إرساء الأعراف السليمة للتعامل في الأوراق المالية، وترشيد المنافسة والعدالة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

تشير نتائج الدراسة إلى ضرورة وجود أحكام وقواعد وسلوك تحكم تصرفات كل المتعاملين في السوق المالية، حيث يتم تنفيذها بحزم وصرامة، وذلك من خلال تكوين رقابة شرعية وفنية واقتصادية لها قوة فاعلة وسلطة مؤثرة لتحديد الضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحم من الغرر والجهالة وسواها من المحاذير الشرعية والاقتصادية، حيث يتم تطبيق هذه المعايير بدقة، كما يكون لهذه الرقابة الحق في منع كل أسلوب غير شرعي يؤدي إلى إحداث تلاعب أو غش داخل السوق، كما تؤكد نتائج الدراسة على ضرورة الإفصاح الكامل والشامل والدوري والفوري عن المعلومات ذات التأثير على أسعار الأوراق المالية، وهو ما يساهم في رفع مستوى كفاءة السوق.

تحت نتائج الدراسة على ضرورة تصنيف الشركات إلى شركات عاملة بالشرع من عدمها، والتحقق من صحة عمل الشركات التي تطرح أصولا للتداول، والتأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال تظافر جهود الرقابة الشرعية والإعتماد على الهيئات الدولية القائمة، أو تأسيس مؤسسات تقوم بهذا الغرض، وتهدف لزيادة الشفافية ودعم الإنضباط، وهذا ما يؤدي إلى تعزيز الثقة لدى

المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه الشركات، وإطمئنانهم بأن جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة.

المطلب الثاني: فرص النجاح المتوقعة لتطبيق النموذج المقترح

تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بالعديد من السلبيات بسبب تعاملات تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يفتح الباب أمام ظهور سوق للأوراق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة أثبتت متانتها وقوتها في إيجاد حلول تمويلية واستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورغم حداثة إلا أنها استطاعت أن تحتل مكانة إقليمية ودولية في عالم المال والاستثمار المالي، وخير دليل على ذلك فرص الاستثمار المتوفرة فيها وما تتيحه للمستثمرين سواء المسلمين أو غيرهم من إمكانية تحقيق عوائد جيدة.

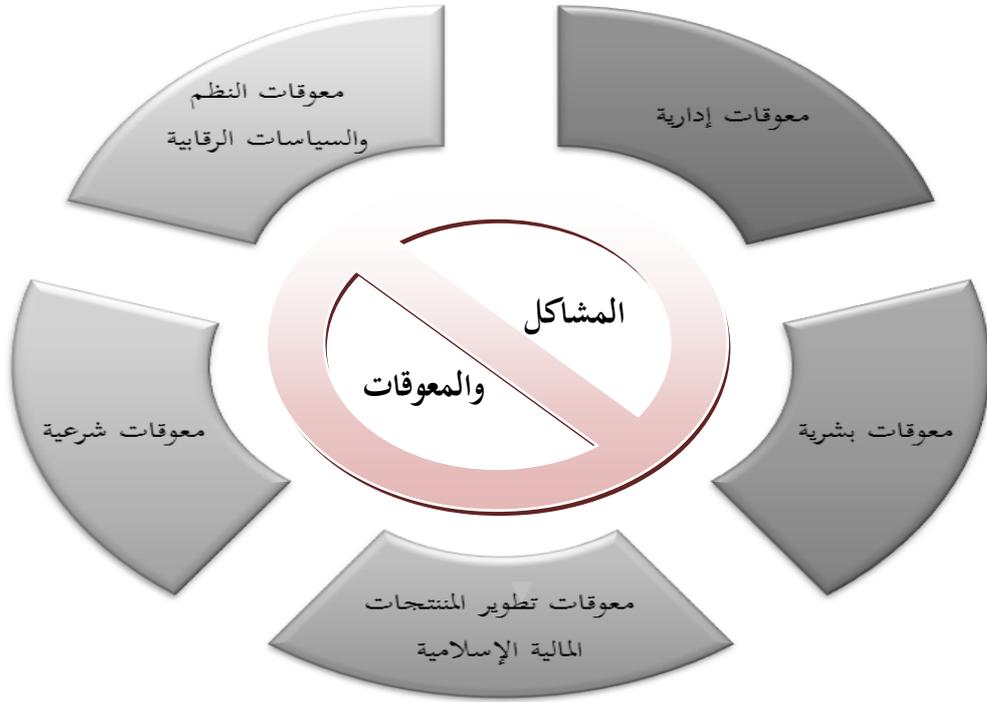
تبين النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول رقم (03-12) السابق، أن النجاح الذي حققته المالية الإسلامية في الدول التي إعتمدتها (ماليزيا، البحرين، السودان... إلخ) يؤدي إلى التحفيز لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، حيث خطت هذه الدول خطوات مهمة وإيجابية في سبيل إقامة سوق مالية إسلامية، تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نُظر لها، وتتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، حيث تجذب هذه السوق إهتماما عالميا متزايدا بإعتبارها تضيف خيارات نوعية إلى المنتجات والخدمات المالية المتاحة في السوق العالمية، كما تحفز الجهود لتطويرها، ففي ظل العولمة، فإن مستقبل النظام المالي سيعتمد على الأدوات الشرعية، وهذا ما يعتبر فرصة لنجاح هذا المقترح.

تشير نتائج الدراسة إلى أن فتاوى الفقهاء في المساجد ووسائل الإعلام بجرمة التعامل بالربا، تمثل فرصة لنجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، حيث تؤكد النتائج إلى أن هناك شريحة كبيرة بالجزائر تواقفة للتعامل في دائرة الحلال، كما أن هناك رغبة ملحة لدى مستخدمو الأموال (أصحاب العجز المالي) في الألتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ففي ظل عدم نجاح بورصة القيم المنقولة بالجزائر، وتفضيل المستثمرون بالجزائر التعامل بالأدوات المالية الشرعية يصبح الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية الوجهة الجديدة أو الملاذ الآمن للمستثمرين الماليين الحاليين والمحتملين في الجزائر، وتصبح لسوق الأوراق المالية الإسلامية دورا مهما في الحياة الاقتصادية لاغنى عنها.

المطلب الثالث: المعوقات التي تحول دون تطبيق النموذج المقترح

يتعرض النموذج المقترح لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر إلى مجموعة من المعوقات والمشاكل تحول دون تطبيقه، وهذا ليس بالغريب على نموذج حديث يطبق في ظل بيئة إعتادت التعامل بنظام مالي تقليدي له سياساته وعلاقاته وأدبياته، وبينه وبين النظام المالي الإسلامي إختلاف كبير، ومن خلال هذا المطلب سيتم إستعراض أهم المعوقات والمشاكل التي تمثل تحديا يعترض طريق تطبيق النموذج المقترح. ويمكن توضيح ما سبق، في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-06): مشاكل ومعوقات تطبيق نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

1- المشاكل والمعوقات الإدارية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

تبين النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول أعلاه، إلى أن هناك تخوف كبير للإدارة العليا من زعزعة النظام المالي الجزائري نتيجة قرار الترخيص لإقامة سوق لأوراق مالية إسلامية، كون أن هذا الترخيص يعد إقراراً بالمالية الإسلامية، في ظل فشل نظيرتها التقليدية بالقيام بدورها وتأدية مهامها، ومن الواضح أن رفض الجهات الرسمية لطلب الترخيص يعد المعوق الرئيسي الذي يعترض طريق إقامة هذه السوق، حيث تشير نتائج الدراسة إلى عدم توافر القيادات المؤمنة بفكرة المالية الإسلامية، كما تكشف أن هناك إحتكاكات عملية وتنافس غير بناء بين القائمين على الإدارة المالية التقليدية والإلتجاه الإسلامي، إضافة إلى ما سبق، فإن تواضع القناعات الشخصية عند بعض المسؤولين بسلامة التوجه المالي الوضعي بالجزائر عن ذلك الإسلامي يعتبر هو الآخر معوقاً يعترض طريق تطبيق النموذج المقترح.

2- المشاكل والمعوقات البشرية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

تكشف نتائج الدراسة الواردة في الجدول أعلاه، محدودية الدورات التدريبية لفائدة المتعاملين في المؤسسات المالية الإسلامية على طبيعة وأدوات العمل فيها، حيث تفتقر الدولة لمؤسسات التدريب المتخصصة في مجال المالية الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى ضعف المقررات والمواد الدراسية في الجامعات والجهات المتخصصة في مجال المالية الإسلامية، كما تظهر النتائج المتوصل إليها محدودية الكوادر البشرية ذات الخبرة في الأدوات المالية الإسلامية كما ونوعاً، وخاصة الكوادر المتخصصة في أدوات الخزينة وخدمات الاستثمار والتمويل، حيث أن توفر العنصر البشري المؤهل والمناسب يمثل أحد أهم مؤشرات نجاح أي مؤسسة، خاصة مع التقدم التقني الكبير القائم حالياً والقادم مستقبلاً، والسوق المالية الإسلامية المقترحة ليست إستثناء من ذلك، فنجاحها في تحقيق أهدافها يتوقف على مدى نجاحها في استقطاب الكوادر المؤهلة والمدربة للعمل فيها، ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضاً من حيث صدق القناعة لديها بالعمل المالي الإسلامي.

3- المشاكل والمعوقات الخاصة بالنظم والسياسات الرقابية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

تؤكد النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول أعلاه، وبشكل متفق عليه بالإجماع على عدم توافر الأطر القانونية الخاصة بالنظام المالي الإسلامي، حيث تشير نتائج الدراسة إلى عدم

التشجيع والدعم من طرف الأجهزة الرقابية، كون أن العلاقة بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنك المركزي غير واضحة، فالبنك المركزي لديه نظام واحد للتعامل مع المؤسسات المالية العاملة في الدولة، دون تفرقة بين المؤسسات المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، الأمر الذي يضع المؤسسات المالية الإسلامية في وضع لا يسمح لها بالتنافس.

تشير النتائج المتوصل إليها، إلى أن تباطؤ النظم والإجراءات الفنية ينعكس في صورته على تلبية إحتياجات التطبيق المقترح، وتقلل من مستوى الخدمات المقدمة للعملاء، كما تظهر النتائج عدم ملائمة النظام المحاسبي المالي المعمول به والقائم على أسس وضعية مع متطلبات وطبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث إن تطوير نظام محاسبي مناسب للعمل المالي الإسلامي تتفق عليه المؤسسات المالية الإسلامية يعتبر أمراً هاماً من الناحية العملية لضمان سلامة كل من نظم الرقابة الداخلية (داخل المؤسسة المالية الإسلامية) والرقابة الخارجية (البنك المركزي).

يواجه تطبيق النموذج المقترح ضعف لمعرفة المحاسبين والمراجعين القانونيين بقواعد العمل المالي الإسلامي ومنتجاته من جهة، ومن جهة أخرى فبالرغم من الدور الحيوي لضمان سلامة التطبيق المقترح، من خلال النصح الشرعي الذي توفره هيئات الرقابة الشرعية كونها ملمة بالجوانب الفقهية للتعامل، إلا أن ذلك لا يقل أهمية عن المعرفة الجيدة لأعضاء هذه الهيئات الشرعية بدقائق الأدوات والأسواق المالية الحديثة، خاصة في ظل التداخل والتشابك الكبير بين أسواق المال الدولية، ومن هنا تأتي أهمية مدى كفاية وكفاءة الرقابة والمراجعة الشرعية في معرفة كل الأبعاد ذات الصلة بالعمل المالي الإسلامي، وليس الجانب الفقهي منها فقط، وهو الأمر الذي قد يصعب توفره في معظم الحالات في الوقت الحاضر، نظراً للحدثة النسبية للعمل المالي الإسلامي في طوره المعاصر، وإن مثل هذه القصور إن لم يتم تداركها قد تعيق تطور وفعالية النموذج المقترح.

4- العقبات الشرعية التي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر

يلاحظ من خلال دراسة العقوبات الشرعية الواردة في الجدول أعلاه، أن التسمية الوضعية لبعض المؤسسات والمؤسسات (بنوك إسلامية، مؤشر داوجونز الإسلامي... إلخ) في حد ذاتها تؤثر سلبا على توجه المستثمر المسلم، كما تكشف نتائج الدراسة على وجود إختلافات فقهية* بين المذاهب حول بعض الفتاوى المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية وآليات العمل بها، حيث توجد بعض المؤسسات المالية تقدم نفس صيغة التمويل ولكن بطرق مختلفة، الأمر الذي قد يؤدي إلى كثير من البلبلة والشك في أذهان المتعاملين مع المؤسسات المالية الإسلامية من حيث سلامة التطبيق ومصداقيته، ولعل ذلك يتطلب سرعة التنسيق بين هذه المؤسسات وكل المهتمين بالمنتجات المالية الإسلامية من أجل الوصول إلى تفسيرات وتطبيقات موحدة لكل صيغة من صيغ

التمويل الإسلامي، إضافة إلى ما سبق، فإن تناقض بعض الفتاوى الصادرة عن هيئات الرقابة الشرعية من دولة لأخرى نتيجة الاختلافات الفقهية تقف هي الأخرى كعائق للاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية.

تشير نتائج الدراسة إلى أن تسارع التطورات الحادثة في أسواق الأوراق المالية العالمية، مع إنعدام أهمية الحدود الجغرافية في التعاملات المالية والنقدية في عصر العولمة وثورة الإتصالات والمعلومات، ينتج عنها حيل في التعاملات مع سوق الأوراق المالية الإسلامية، خاصة في ظل عدم توافر الأدلة الشرعية القاطعة، غير أن المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي لا يؤيدون هذا الرأي، وهذا ما يؤكد جدول تحليل التباين،¹ حيث يلاحظ أن هناك تشتت في آراء المستجوبين بهذا الخصوص تبعاً لمجال التخصص، كما يرى الباحث أن انحراف بعض المؤسسات الإسلامية عن أخلاقية التطبيق السليم، ربما يكون لسوء في التطبيق، أو إستجابة لضغوط مالية خارجية رضوخاً لمتطلبات التعامل وفق شروط مؤسسات تقليدية، أو لفتاوى من الهيئات الشرعية، أو نحو ذلك، حيث أدى تطور المنتجات المالية الإسلامية، وإضافة صفات للوكيل والمضارب والتي ليست من صفاتها، إلى بروز صورا غريبة على أخلاقيات التعامل بالمال الإسلامي، بل إن منها ما التحايل فيها ظاهر، ومما لاشك فيه أن النقد للتصحيح لأي أخلاقية يسوء تطبيقها واجب شرعي على المؤسسات الإسلامية المالية، أو بمعنى آخر هي واجب على الهيئات الشرعية في هذه المؤسسات، وهذا يستلزم إطلاعاً ومراقبة دقيقة للممارسات والتطبيق للفتاوى التي تصدرها الهيئة، بغية الإلتزام بالمنهج الإسلامي وحسن تطبيقه وتحقيق أهدافه.

5- مشاكل ومعوقات تطوير المنتجات المالية الإسلامية

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن هناك مشاكل ومعوقات لتطوير المنتجات المالية الإسلامية تحد من إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، وهذا ما يلاحظ من خلال معرفة آراء المتخصصين في مجال الأسواق المالية والاقتصاد الإسلامي، إذ بلغ المتوسط الحسابي بشكل عام 3.85 وهو ضمن مجال التقييم العالي، كما بلغ الانحراف المعياري 0.253 وهو ما يعني أن آراء عينة الدراسة متجانس حول موضوع المشاكل والمعوقات الخاصة بتطوير المنتجات المالية الإسلامية والتي تحد من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر بشكل عام، حيث أن بالنظر إلى تفاصيل هذا الموضوع يلاحظ أنه هناك إختلاف في الآراء حول بعض البنود، وهذا ما تكشفه قيمة الانحراف المعياري من جهة، وما تؤكد جداول تحليل التباين¹ من جهة أخرى.

تبين النتائج المتوصل إليها من خلال التحليل الإحصائي والواردة في الجدول أعلاه، أن السوق المالية الإسلامية ومنتجاتها حديثة نسبيا بالمقارنة مع نظيرتها التقليدية، وبالرغم من تطورها السريع إلا أنها لا زالت غير قادرة على تلبية جميع الإحتياجات التمويلية بالقدر الكافي، فهي حديثة كما ونوعا، وربما يعود ذلك لتركيزها على منتجات وأدوات محدودة، وهذا ما يعيق تطور ونمو هذه السوق، كما أن الإعتقاد الخاطئ بإرتفاع تكلفة التمويل الإسلامي، يقف هو الآخر في وجه بروز هذه السوق، وهو ما قد يؤدي إلى عدم توجه المستثمرين للتمويل الإسلامي، وبالتالي يجد من فرص وجود هذا المقترح.

تثبت نتائج الدراسة أن غياب الإبتكارات المالية الإسلامية تشكل عائقا أمام نمو المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن هذه المؤسسات في أمس الحاجة إلى إبتكار وتطوير منتجات وخدمات إسلامية جديدة ليس فقط لمقابلة إحتياجات أصحاب العجز المالي، وإنما لتوسيع وتنويع مجالات أعمالها بما يدعم مراكزها المالية وفرصها

في البقاء والنمو ومواجهة نظيرتها التقليدية، فضلا عن زيادة قدراتها على إدارة المخاطر المالية، فالمبادئ الأساسية التي تقوم عليها الأدوات المالية الإسلامية المستخدمة حاليا والتي ترجع جذورها إلى بدايات الدولة الإسلامية، يمكن الإسترشاد بها في تطوير منتجات جديدة دون الإقتصار على ما هو موجود منها حاليا، خاصة أن النظرية الإسلامية في التعاقد تسمح للمتعاقدين بحرية التعاقد على ما يرونه مناسبا من شروط طالما أنها لا تتعارض مع القواعد الشرعية في فقه المعاملات، وبالتالي فإن مثل هذه المرونة يمكن أن تكون أساسا جيدا لتطوير الكثير من المنتجات التي تتوافق مع إحتياجات المتعاملين.

بالرغم من التطور الذي عرفته الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لا زالت دون المستوى المطلوب، حيث اختلفت آراء عينة الدراسة حول ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية، إذ يراها البعض على أنها عقود تؤدي نفس الغرض، بينما يراها المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي خلاف ذلك، ويرى الباحث أنها بدائل تمويلية متنوعة تناسب وظروف المستثمرين، حيث تعد هذه الإبتكارات بدائل حقيقية -لا وهمية- لتغطية العديد من أوجه النشاط الاقتصادي وفقا لمتطلبات متعاملها، فهي تلي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية.

يتضح من خلال نتائج الدراسة أن هناك تباين في آراء المستجوبين حول محدودية المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وخاصة في مجال أعمال الخزينة وأدواتها، حيث ينفي المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي عدم توفر البدائل الإسلامية بينما يراها البعض أنها محدودة، ويرى الباحث أنه يمكن من خلال هذه السوق المنشودة إستحداث صيغ تمويلية من طرف البنك المركزي تخص أعمال الخزينة وأدواتها، ويمكن في هذا الصدد الإستفادة من تجارب الدول الإسلامية السبقة في هذا الطرح، على غرار السودان.

نفيت النتائج المتوصل إليها إرتفاع مخاطر المنتجات المالية الإسلامية، فعلى عكس ذلك فإن المعاملات الشرعية في الأسواق المالية تخفض من مخاطر الاستثمار، فضلا عن المقدرة على مواجهة مختلف الأزمات، وخير دليل صمود المؤسسات المالية الإسلامية أمام الأزمات المالية السابقة، ونموها في عز هذه الأزمات، ويرجع ذلك لمنتجاتها الإسلامية، وبالتالي فإن هذا الموضوع يعد تحفيزا لا عقبه في وجه إقامة هذه السوق.

خلاصة الفصل الثالث

تم من خلال هذا الفصل عرض النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، وذلك من خلال وضع الأرضية التنظيمية والتشريعية وصياغة الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم إقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفئات بصورة منظمة ومراقبة من طرف اللجنة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تمييز الأموال في إطار شرعي.

تتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر التأكد من تحقق مجموعة من الشروط القانونية والاقتصادية والمهنية والإدارية والفنية والشرعية الكفيلة بنجاحها، كما يتطلب وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل، وجود جهة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات النموذج المقترح من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق، والتي تضمن له الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيه، وتساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

يتضح من خلال تحليل آراء المجتمع الجزائري الخاصة بدراسة مدى إمكانية تطبيق النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر، أن المجتمع الجزائري بحاجة ماسة لسوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنهم بحاجة لمزيد من المصارف الإسلامية، ولصناديق استثمار إسلامية، ولسوق تداول أوراق مالية إسلامية، ولشركات مساهمة عامة تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أن هذه المؤسسات هي الأخرى بحاجة لهيئات تشريعية وأطر قانونية إسلامية، وهذا ما أكده المختصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، حيث يرى أغلبهم أنه هناك فرص لنجاح هذا النموذج المقترح، غير أن هناك معوقات تحول دون تطبيقه، وتتمثل في المعوقات الإدارية والبشرية، وكذا العقبات الخاصة بالنظم والسياسات الرقابية والشرعية، إضافة إلى عقبات تخص تطوير المنتجات المالية الإسلامية.

خاتمة

خاتمة

تتضمن خاتمة هذا البحث مجموعة من النتائج والاقتراحات التي يتم إظهارها لسوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة عامة ومقترح تطبيقها بالجزائر بصفة خاصة، إضافة إلى عرض آفاق البحث لغرض فتح مجال البحث في هذا الموضوع، وذلك فيما يلي:

1- نتائج إختبار الفرضيات

حاولت هذه الدراسة -نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية، تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق بالجزائر "دراسة استشرافية"- معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى إمكانية إقامة سوق للأوراق المالية تتماشى وفقا لقواعد الشريعة الإسلامية بالجزائر؟ من خلال عرض الإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية، ومن تم بناء النموذج المقترح ودراسة جانبه التطبيقي. وإنطلاقا من الفرضيات الأساسية للدراسة، تم التوصل إلى النتائج الآتية:

تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بالعديد من السلبيات بسبب تعاملات تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية، إذ يساهم إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر للعمل وفق لأحكام الشريعة الإسلامية في تلبية حاجيات المستثمرين ويقلل من الظواهر النفسية ويمنح الثقة للمتعاملين للاستثمار في هذه السوق، كون أن المستثمرون بالجزائر يفضلون التعامل بأدوات مالية إسلامية عوض الأدوات المالية التقليدية، لدى فإن إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية أمرا مرغوبا فيه لدى المستثمرين الجزائريين من أجل تجنبهم من الوقوع في شبهات هم في غنى عنها وإزاحة الحرج عنهم، وتوفير البديل المناسب لهم عن سوق الأوراق المالية التقليدية التي لا تتوافق أغلب تعاملاتها مع الشريعة الإسلامية، وبناءً على هذا يتم قبول الفرضية الأولى والمتعلقة بالحاجة الملحة لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؛

تبين من خلال دراسة تجارب الدول الإسلامية أن هناك إهتمام كبير بالأسواق والصناعة المالية الإسلامية، إذ إرتفع التعامل بالصكوك وبالمؤشرات المالية الإسلامية وبشكل مستمر، كما أن هذا الإهتمام لم يكن من قبل الدول الإسلامية لوحدها، ولكن حتى من طرف الدول الغربية ومن قبل غير المسلمين، في تأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم تكن ولن تكون عائقا في وجه النمو والتطور الاقتصادي، والمرجح أن النمو الاقتصادي في الجزائر لن يكون إلا بتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في كافة جوانب الحياة ومنها الاقتصادية والمالية، من خلال إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية بالجزائر طالما أن نظيرتها الوضعية لم تقم بالدور المنتظر منها، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛

يتطلب إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر التأكد من تحقق مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاحه، إذ تعد الشروط القانونية نقطة البداية الحقيقية لإقامته، لدى لا بد له من مدخل قانوني مختص يوفر له الغطاء الرسمي، وباعتبار سوق الأوراق المالية الإسلامية جزء من منظومة اقتصادية متكاملة، فلا بد من وضع شروط لإقامته، والتأكد من تحقيق الربحية الاقتصادية، والكفاءة الإدارية والمهنية والفنية والشرعية، وذلك من خلال الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، وهذا بعد التأكد من عدم معارضتها لقوانين الدولة، وللوائح الشرعية، ومن تم وضع الأرضية التنظيمية والتشريعية وصياغة الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار وتداول الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية، حيث يتطلب وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل، وجود جهة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطاته، وتقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين فيه، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمله، وتضمن له الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيه، وهذا ما يعني صحة الفرضية الثانية؛

بالرغم من كل التحديات المالية والسياسية والتنظيمية والقانونية والشرعية، أكدت التجارب القائمة في مجال الأسواق المالية الإسلامية أن قيام هذا النوع من الأسواق حقيقة واقعية، وليست أمنية غير قابلة للتحقيق، حيث يؤدي النجاح الذي حققته المالية الإسلامية في الدول التي اعتمدها (ماليزيا، البحرين، السودان... إلخ) إلى التحفيز لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، ففي ظل العولمة، فإن مستقبل النظام المالي سيعتمد على الأدوات الشرعية. ومن خلال دراسة وتحليل آراء المجتمع الجزائري، يلاحظ أن هناك شريحة كبيرة بالجزائر توافقة للتعامل في دائرة الحلال، كما أن هناك رغبة ملحة لدى مستخدمي الأموال (أصحاب العجز المالي) في الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وبناءً على هذا، تتضح صحة الفرضية الثالثة والمتعلقة بفرض نجاح النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية بالجزائر؛

يتضح من خلال تحليل آراء المجتمع الجزائري الخاصة بدراسة مدى تجاوب النموذج المقترح لسوق الأوراق المالية الإسلامية للواقع العملي الميداني بالجزائر، أن المجتمع الجزائري بحاجة ماسة لسوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنهم بحاجة لمزيد من المصارف الإسلامية، ولصناديق استثمار إسلامية، ولسوق تداول أوراق مالية إسلامية، ولشركات مساهمة عامة تعاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يعني تحقق الفرضية الرابعة والمتعلقة بتجاوب المجتمع الجزائري لأوجه التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛

يؤكد المختصين في مجال الاقتصاد الإسلامي، على أن هناك العديد من المعوقات التي تحول دون إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر، وتتمثل في المعوقات الإدارية والبشرية والشرعية، إذ يعد رفض الجهات الرسمية لطلب الترخيص المعوق الرئيسي الذي يعترض طريق إقامة هذه السوق، ومن الواضح أن عدم توافر الأطر القانونية

الخاصة بالنظام المالي الإسلامي، ومحدودية الكوادر البشرية ذات الخبرة في الأدوات المالية الإسلامية، إضافة إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب حول بعض الفتاوى المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية وآليات العمل بها، وكذا العقبات الخاصة بالنظم والسياسات الرقابية، وتلك التي تخص إبتكار وتطوير منتجات وخدمات إسلامية جديدة، تقف في وجه إقامة هذه السوق. وبناءً على هذا، تتضح صحة الفرضية الخامسة والمتعلقة بالعراقيل والعقبات التي تحد من إمكانية إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.

2- نتائج الدراسة

- سوق الأوراق المالية الإسلامية عبارة عن إطار شرعي منظم يتم من خلاله إصدار (سوق أولية) وتداول (سوق ثانوية) الأوراق المالية البديلة للأوراق الربوية (المحرمة شرعاً إصداراً وتداولاً) في نظيرتها الوضعية، وذلك بهدف إحداث تنمية اقتصادية وإجتماعية من أجل تطوير حياة الإنسان المسلم وإزدهارها؛

- تبرز أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من الدور الذي يؤديه، ففي عصر صار فيه تحقيق أعلى مستوى للمعيشة غاية للوصول إليها، يصبح لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة بالنسبة للمجتمع الإسلامي؛

- يكمن الفرق بين سوق الأوراق المالية الوضعية والإسلامية في تقييد هذا الأخير بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تنظم معاملاته، وهذا ما يفتقر إليه سوق الأوراق المالية الوضعية، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية يحتاج إلى وجود هيئة للأوراق المالية تعمل بالتعاون مع هيئة رقابة شرعية من أجل تنظيم وضبط عمله وتميزه عن الأسواق الوضعية، حيث أن وجود هيئة الرقابة الشرعية يعد حجر الأساس في إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية؛

- تتولى إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامية والإشراف عليه العديد من الأجهزة، تأتي في مقدمتها الجمعية العامة التي تتولّى انتخاب مجلس إدارة السوق الذي يكون في قمة الهرم الإداري ويضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، كما يقوم بتشكيل اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية للمساعدة في تأدية مهامه، ونظراً لأهمية الدور الذي يؤديه السوق المالي الإسلامي، فهو يخضع لرقابة الهيئة العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية، والتي تمثل سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي، كما يخضع أيضاً لفتاوى وقرارات وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية التي تتولّى الإشراف على جميع النواحي الشرعية بالسوق؛

- تؤدي فئة الوسطاء الماليين دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تقوم بدور الوسيط بين

وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية والحالية من العناصر المحرمة شرعا، ومن بين خدماتها توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها؛

- حتى تتمكن سوق الأوراق المالية الإسلامية من القيام بدورها وهدفها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، يتطلب وجود أطر مؤسسية تعمل مع بعضها البعض في ظل النظام الإسلامي، إذ تشكل هذه الأطر الركائز الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، ولعل من أهمها الجهاز المصرفي الإسلامي، وشركات الاستثمار الإسلامية، وشركات التأمين الإسلامية ووكالات التصنيف الائتماني، وشركات السمسرة وصناع السوق، حيث تدعم هذه الأطر مؤسسات مالية رديفة من أجل تقدم الإستشارات المالية وإدارة الأموال والرقابة المالية، إضافة إلى المؤسسات المالية غير الربحية. فتطوير هذه الركائز يعني تطور هذا السوق وإزدهاره، وطالما أن المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة، فهي تقوم بدورا فعالا في إحداث التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية فيما بينها؛

- يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة جد هامة للاقتصاد الوطني، إذ يفتح أبوابا وأبعادا تزيد من فعالية الأسواق المالية الدولية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية، فهو يعطى فرصا هامة لكل مستثمر لتقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائدته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الأدوات المثلى والأكثر نجاحا ومشروعية، كما يمثل هذا السوق محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع؛

- يساهم إقامة سوق للأوراق المالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في حمايته من تداعيات الأزمات، والقضاء على الجشع والتلاعبات ويقلل من المضاربة غير المشروعة، حيث أثبت الواقع العملي متانة المعاملات المالية الإسلامية وقوتها في معالجة الأزمات، وقدرتها على التقليل أو تجنب الخسائر الكبيرة، وإيجاد حلول تمويلية واستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

- يترتب على تنوع البدائل الاستثمارية الشرعية توظيف أمثل للأموال، كما أن إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية يقدم أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، يؤثر بشكل ملحوظ في إمكانية تطور وإقامة مؤسسات مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، خاصة وأن من أبرز المعوقات التي تعاني منها هذه المؤسسات المالية تتمثل في البحث عن تسهيل أدواتها من جهة، والاستثمار في أدوات متوسطة وطويلة الأجل من جهة أخرى؛

- من خلال عرض أهم التجارب العملية في إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية، تبين أن السوق المالي الإسلامي يجذب إهتماما عالميا متزايدا بإعتباره يضيف خيارات نوعية إلى المنتجات والخدمات المالية المتاحة في

السوق العالمية، كما يحفز الجهود لتطويره، ويتجلى ذلك في التجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية كونها تتوفر على سوق للأوراق المالية الإسلامية، الأمر الذي جعلها تتميز في قدرتها على تعبئة الموارد المالية وتمويل المشاريع الاستثمارية، وهذا ما جعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين، فضلا عن أنها وجهة للعديد من المستثمرين من مؤسسات ومصارف إسلامية، فأصبحت بذلك أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية وناجحة في توفير التمويل وإدارة السيولة، مما يعطي لهذه المؤسسات والمصارف الظروف الملائمة للقيام بالدور المنوط لها؛

- لا يرتبط نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تقوم بدور كبير في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في إتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الإستشارية الشرعية كجهة رقابية على معاملات وأنشطة السوق والتي إستطاعت من خلاله أن تحقق النجاح في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة إستحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وإنحصر هذا الدور في دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وتكييفها وفقاً لأحكام الشريعة وتفعيل الأدوات المالية الشرعية؛

- قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. إلا أن هذا البديل ظل محصوراً في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية الخاضعة لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية؛

- لعل ما يميز تجربة السودان في إقامة سوق مالية إسلامية عن التجارب الأخرى، هو أن نظامها المالي إسلامي بالكامل، وليس نظاماً مزدوجاً كما هو الحال في ماليزيا والبحرين، وهذا ما يجعل هناك خصوصية لتجربة السودان، وبالرغم من حداثة تأسيس سوق الخرطوم للأوراق المالية إلا أنه شهد تطوراً مستمراً وملحوظاً، كما أنه أثبت دوره الرئيسي في مجال الصناعة المالية، من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمهنية والمصدقية، ووفقاً للمعايير والممارسات الدولية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال أحدث التقنيات وأفضل كوادرات بشرية مؤهلة، حيث قام بإصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والقانونية بهدف إنشاء سوق فعال يسعى لتعزيز دوره في البنية الاقتصادية المستدامة وسلامة المستثمرين والمتعاملين فيه؛

- تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون دورا فاعلا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، الأولي منه أو الثانوي، حيث أنها ترمي إلى تنسيق الجهود الدولية لتوحيد المعايير والأسس المنظمة لأسواق رأس المال الإسلامي، ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية بإيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل لمواجهة التحديات التي تواجه تنمية سوق رأس المال الإسلامي، خاصة وأنه يركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية هذه السوق؛

- تدعم السوق المالية الإسلامية الدولية من بعض الهيئات التنظيمية والحكومية مثل هيئة الخدمات المالية في إندونيسيا، ومركز دبي المالي العالمي، وبنك باكستان الوطني، وبنك كازاخستان الوطني، وعدد من المؤسسات المالية الدولية والإقليمية العاملة في التمويل الإسلامي، كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، والمركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم؛

- في ظل البيئة القانونية السائدة بالجزائر، يمكن تنظيم عمل السوق المالية الإسلامية عن طريق ما يسمى بالإزدواجية القانونية، وذلك بسن قوانين خاصة منفصلة عن القوانين الحالية تراعي خصوصية العمل المالي الإسلامي، وتسمح بإقامة نظام مالي موازي للنظام التقليدي القائم، شريطة أن يقترن ذلك بالتعديل أو الإضافة على القوانين القائمة لتتماشى مع الأنشطة المالية الإسلامية؛

- يتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بالعديد من السلبيات بسبب تعاملات تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما فتح الباب أمام ظهور سوق للأوراق المالية الإسلامية، هذا الأخير أثبت متانته وقوته في إيجاد حلول تمويلية واستثمارية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورغم حدائته إلا أنه استطاع أن يحتل مكانة إقليمية ودولية في عالم المال والاستثمار المالي، وخير دليل على ذلك فرص الاستثمار المتوفرة فيه وما تتيحه للمستثمرين سواء المسلمين أو غيرهم من إمكانية تحقيق عوائد جيدة؛

- يتعرض إقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر إلى مجموعة من المعوقات والمشاكل تحول دون تطبيقه، وهذا ليس بالغريب على نموذج حديث يطبق في ظل بيئة إعتادت التعامل بنظام مالي تقليدي له سياساته وعلاقاته وأدبياته، وبينه وبين النظام المالي الإسلامي إختلاف كبير، ولعل من بين هذه المعوقات عدم توافر الأطر القانونية الخاصة بالنظام المالي الإسلامي، وعدم وجود تكامل بين القوانين التجارية والمعايير التنظيمية والقواعد الإسلامية، والقناعات الشخصية عند بعض المسؤولين بسلامة التوجه المالي الوضعي بالجزائر عن ذلك الإسلامي، ومحدودية الكوادر البشرية ذات الخبرة في الأدوات المالية الإسلامية وخدمات الاستثمار والتمويل الإسلامي.

3- التوصيات

تمت النتائج التي خلص إليها هذا البحث إلى جملة من الأفكار حول سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام وإمكانية إقامتها بالجزائر بشكل خاص، و يمكن صياغة هذه الأفكار في شكل اقتراحات كما يلي:

- ضرورة إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية في الجزائر كخطوة أولى في طريق إقامة السوق المالية الإسلامية المنشودة والتي تشمل السلع، والصرف الأجنبي، والذهب، والبتول، وغيرها. وذلك من خلال توفير كل العناصر التشريعية والتنظيمية والمقاصدية لإقامتها؛

- ضرورة الإسراع بمراجعة الإطار القانوني والتشريعي الحالي، بشكل يسمح للاقتصاد الجزائري بالاستفادة القصوى من الإمكانيات المادية الهائلة المعطلة بسبب القناعات الدينية لشرائح واسعة من المجتمع الجزائري، وذلك من خلال إعادة النظر في قانون الاستثمار وقانون الشركات ليتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وصياغة قانون خاص للصيرفة الإسلامية، وآخر لمنتجاتها، إضافة إلى تعديل القانون التجاري الذي لم يراعي لخصوصية وتصنيف المنتجات المالية الإسلامية؛

- ضرورة تنظيم معايير مهنة الوساطة والسمسرة ومنع التكتلات المؤدية إلى إلحاق الضرر والظلم بالناس، وتأمين الحرية والإفصاح اللازمين لرواد السوق، ووجوب مراقبة ومحاسبة الإدارات المشرفة على المؤسسات المالية الإسلامية والتي تحل محل المحتسب؛

- إعطاء أهمية للسوق الثالثة تعمل بالموازات للسوق الثانوية، وذلك لاستقطاب المؤسسات التي تتميز بالطابع العائلي؛

- استقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال العربية والإسلامية من خلال تطوير المنتجات المالية الإسلامية للاستفادة منها في تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية، وتحسين مستوى التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الإسلامية والعربية؛

- قيام الدولة بإستخدام المنتجات المالية الإسلامية في تمويل المشاريع العامة؛

- البحث على مجالات استثمار جديدة وتأسيس شركات تهدف لتنويع فرص الاستثمار، والدخول في مجالات جديدة وعدم الإكتفاء فقط بالخدمات المالية الإسلامية في الإطار الضيق، كإنشاء صناديق استثمار إسلامية تقوم على المضاربة الشرعية كنظام إسلامي لاستثمار الأموال، تعمل على الجمع بين عنصري رأس المال والعمل متمثلا في الخبرة العملية في مجال الاستثمار، وتأسيس شركات مساهمة عامة كشركات التأجير التمويلي، وشركات رأس المال المخاطر الإسلامية، وشركات B.O.T.. إلخ، تقدم خدمات مالية مستحدثة لتغطية العديد من أوجه

النشاط الاقتصادي، بهدف المساهمة في عملية التنمية بالجزائر، حيث يتم تداول أسهم هذه الشركات في سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

- الاستفادة من تجارب الدول الإسلامية السابقة في إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية، كالسوق المالية الدولية بالبحرين، وتجربة السودان؛

- الاستفادة قدر الإمكان من المتخصصين الماليين العاملين في المؤسسات المالية التقليدية، وإدراجهم للعمل في المؤسسات المالية الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية وذلك بالتنسيق مع الفقهاء المختصين في المعاملات المالية الإسلامية؛

- التعاون بين الاقتصاديين والفقهاء لإيجاد التكيف الفقهي للمعاملات المالية المعاصرة من خلال توجيه الدارسين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات بدراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة، وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية للإمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لأجل تحقيق أهداف اقتصادية وإسلامية معا؛

- تنمية ودعم الخبرات المتخصصة في القطاع المالي الإسلامي بإقامة معاهد للدراسات المالية الإسلامية، والتدريب على الأعمال المالية التي يناط بها تهيئة الكوادر اللازمة لمواجهة الاحتياجات المستقبلية في هذا القطاع؛

- إنشاء معاهد أو مراكز دولية متخصصة في البحث وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية والخدمات المالية الإسلامية بشكل عام، والعمل على استقطاب العقول المسلمة وغيرها، بهدف تكوين قاعدة أساسية يتم الاستعانة بها لتطوير المنتجات المالية الإسلامية ومواكبة التطورات المالية العالمية لتجنب ضياع أي فرصة لتطوير الخدمات المالية الإسلامية في عصر التكنولوجيا والتغيرات السريعة؛

- إنشاء بنوك مركزية إسلامية والتي غيابها يعتبر المشكل الأساسي في تطور عمل الخدمات المالية الإسلامية سواء من طرف المصارف الإسلامية أو أسواق الأوراق المالية الإسلامية؛

- السعي في إيجاد مؤسسات خاصة تقوم بالتصنيف الائتماني للأدوات المالية الإسلامية؛

- المبادرة لعقد مؤتمرات وحلقات بحث في القضايا المستجدة في معاملات المالية الإسلامية على الساحة الإسلامية والدولية، بما يفسح المجال للمناقشة وتبادل الآراء بين المختصين، وبما يساهم في ترشيد مسيرة المؤسسات المالية في الجزائر؛

- إصدار مجلة متخصصة محكمة تنشر فيها البحوث والدراسات التي تتناول المسائل المالية المعاصرة وأحكامها الفقهية، مع مراعاة المصادقية الشرعية.

4- الآفاق

- تبين من خلال تحليل ودراسة جوانب موضوع البحث وجود مفاهيم هامشية، ولكنها مهمة في مجال إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث شكلت حدوداً نظرية في البحث مما تتيح المجال للغير في البحث والتوسع فيها، ومن أهمها ما يلي:
- من أهم الإشكاليات التي يتم طرحها للبحث هي تلك التي تتمحور حول كيفية تجسيد التوصيات السابقة، ومدى قدرة السلطات الجزائرية على إنتهاجها؛
 - دراسة إمكانية تعاون الدول الإسلامية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية موحدة؛ "نموذج مقترح لسوق مالية إسلامية موحدة بين الدول الإسلامية، الآفاق، والمعوقات"؛
 - إقتراح نماذج للمنتجات المالية الإسلامية بديلة للمنتجات التقليدية في مجال أعمال الخزينة وأدواتها؛
 - معالجة تناقض بعض الفتاوى الصادرة عن هيئات الرقابة الشرعية من دولة لأخرى نتيجة الإختلافات الفقهية، ومحاولة البحث عن تفسيرات وتطبيقات موحدة لكل صيغة من صيغ التمويل؛
 - دراسة مدى كفاية وكفاءة الرقابة والمراجعة الشرعية في معرفة كل الأبعاد ذات الصلة بالعمل المالي الإسلامي؛
 - عرض النظام المالي الإسلامي المعاصر، الإطار النظري وإمكانية التطبيق العملي بالجزائر؛
 - إبراز المتطلبات القانونية للعمل المالي الإسلامية في الجزائر؛
 - تصور لإطار قانوني يدعم العمل المصرفي الإسلامي بالجزائر؛
 - دراسة أهمية المنتجات المالية الإسلامية وقدراتها على إدارة المخاطر المالية؛
 - دراسة مكانة سوق الأوراق المالية الإسلامية في العالم، سبل التفعيل ومقترحات التطوير؛
 - دراسة أهمية المؤسسات المالية الإسلامية في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
 - عرض أهم مخاطر المنتجات المالية الإسلامية، وأثرها على المؤسسات المالية الإسلامية من جهة، وعلى المتعاملين فيها من جهة أخرى؛
 - دراسة مقارنة لتكلفة التمويل الإسلامية مع نظيرتها التقليدية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

I. المصادر

1.I القرآن الكريم

2.I كتب التفسير والأحاديث والفقه

1. ابن كثير، تفسير القرآن العظيم، مكتبة أسامة الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الجزء الأول، 1980.
2. ابن ماجه، سنن ابن ماجه، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، المكتبة العلمية، بيروت، ج1، بدون سنة نشر.
3. ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة، مصر، 1981.
4. أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، بيت الأفكار الدولية، الرياض، 1998/1419.
5. السيد سابق، فقه السنة، دار ابن كثير، دمشق، بيروت، المجلد الأول.
6. عبد الحق حميش، و الحسين شواط، فقه العقود المالية، دار البيارق، بيروت، الطبعة الأولى، 2001.
7. نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، المركز العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 1993.
8. يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، المطبعة المصرية ومكبتها، ج1، 2، 5، بدون سنة نشر.
9. يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 1981.
10. يوسف القرضاوي، فقه الزكاة، دراسة مقارنة لأحكامها وفلسفتها في ضوء القرآن والسنة، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة الرابعة والعشرون، 1997.

3.I القرارات والقوانين والنصوص التشريعية

11. القرار رقم 02، «بشأن الزكاة»، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثانية للمؤتمر الإسلامي المنعقد بجدة، السعودية، 1998.
12. القرار رقم 60 (6/11)، «بشأن السندات»، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثامنة للمؤتمر المنعقد ببندر سيرى بيجوان، بروناي دار السلام، 21-27 جوان 1993.
13. القرار رقم 74 (8/5)، «بشأن التطبيقات الشرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية»، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الثامنة للمؤتمر المنعقد ببندر سيرى بيجوان، بروناي دار السلام، 21-27 جوان 1993.
14. المادة رقم 01، 02 المرسوم الملكي رقم 23، قانون إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، 2002.
15. المادة رقم 09، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، جمهورية السودان، 1994.
16. المادة رقم 04، النظام الأساسي المعدل، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 1998.
17. المواد رقم 17 و 42 و 43 و 52 و 56، المجلس الوطني السوداني، قانون سلطة تنظيم أسواق المال، جمهورية السودان، 2016.
18. المادة رقم 57، قانون تحويل سوق البحرين للأوراق المالية، البحرين، 2009.

19. المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المتداولة بالجزائر، والمعدل بموجب القانون رقم (03-04) المؤرخ في 17 فيفري 2003.

II. المراجع باللغة العربية

II.1. الكتب

20. أحمد الشرياضي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981.
21. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، سوريا، 2009.
22. أحمد صبحي العيادي، إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها، دار الفكر، عمان، 2010.
23. أحمد طه العجلوني، مقدمة في نظرية التمويل الإسلامي وأدواته (مدخل مالي معاصر)، مكتبة الملك فهد للنشر العلمي والترجمة، جامعة القصيم، 2014.
24. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1995.
25. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، الإسكندرية، مصر، 2006 (أ).
26. أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006 (ب).
27. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2006 (ج).
28. إقبال خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الرياض، الطبعة الأولى، 2006.
29. أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، مؤسسة الرسالة، لبنان، 2004.
30. بشير محمد فضل الله، تجربة البنوك الإسلامية في دعم التنمية في الدول الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه جدة، السعودية، 11 أبريل 2006.
31. حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
32. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
33. حسين حسين شحاتة وعصام أبو النصر، الضوابط الشرعية للتعامل مع السامسة العاملين في أسواق الأوراق المالية، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة، البلد، بدون سنة نشر.
34. حسين حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
35. زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

36. سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، حماه، سوريا، مارس 2015.
37. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996.
38. سوق الخرطوم للأوراق المالية، خطوتك الأولى إلى البورصة، جمهورية السودان، 2011.
39. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الواجهة القانونية، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
40. شبير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2001.
41. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى، 2002.
42. عايد فضل الشعراوي، المصارف الإسلامية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2008.
43. عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المؤسسات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، بدون تاريخ نشر.
44. عبد الجواد عبد المطلب عاشور، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
45. عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، مصر، 1999.
46. عبد الله الصيفي، الجهالة وأثرها في عقود المعاوضات، دار النفائس، عمان، 2006.
47. عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
48. علاء الدين زعتري، الخدمات الإسلامية وموقف الشريعة الإسلامية منها، دار الكلم الطيب، لبنان، 2002.
49. علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة الروضة، دمشق، العراق، 2009.
50. عمر يوسف عبد الله خبايا، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، عمان، 2011.
51. عيسى ضيف الله منصور، نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008.
52. فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
53. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2010.
54. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2005.
55. محمد الأمين ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الإجتهد وتطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، دار ابن الحزم، بيروت، الطبعة الأولى، 2008.
56. محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، الطبعة الأولى، 2011.
57. محمد الصبري، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
58. محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009.

59. محمد صربي هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، دار النفائس، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
60. محمد عمر سابرا، نحو نظام نقدي عادل، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1992.
61. محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2006.
62. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
63. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009.
64. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنتجات المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
65. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
66. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، الإمتياز للاستثمار، الكويت، 2010، ص ل.
67. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير المحاسبية والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، جزء المحاسبة، البحرين، 2008.
68. وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية، دار الثقافة، عمان، 2006.
69. يسري أحمد عبد الرحمان، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.

II.2. المذكرات والرسائل الجامعية

70. جعفر نورلياً، سوق المشتقات المالية تقدير اقتصادي وشرعي، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2006.
71. حيدر يونس كاظم الموسري، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
72. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
73. سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
74. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض أسواق المال العربية والإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2014.

75. صفر الدين جعفر سحاسورياني، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007.
76. محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
77. محمد عدنان بن ضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
78. محمد عثمان أبو ذر مجذوب، تقويم سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث الأداء والفعالية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد البحت، كلية الدراسات الاقتصادية والاجتماعية، جامعة الخرطوم، السودان، 2004.
79. منصور علي القضاة، التصنيف الشرعي لمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2009.
80. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.

II.3. مداخلات ضمن الملتقيات أو المؤتمرات

81. إيتسام ساعد، «المتطلبات القانونية للعمل المصرفي الإسلامي بالجزائر، دراسة تحليلية مقارنة لبعض التجارب العالمية»، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 09-08 سبتمبر 2013.
82. أحمد مخلوف، «الأزمة المالية العالمية وإستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي»، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009.
83. أشرف محمد دوابه، «نحو سوق مالية عربية»، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر التجارة العربية، البنية والتكامل الاقتصادي العربي، الأردن، 2004.
84. أشرف دوابه، «الضوابط الشرعية للأسواق المالية»، ندوة السوق المالية الإسلامية؛ الواقع والمأمول، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 2006 (د).
85. بدر الدين برحالية، «إدراج الصكوك الإسلامية في القنون الجزائري»، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 09-08 سبتمبر 2013.
86. جاسم على سالم الشامسي، «سوق الأوراق المالية الإسلامية في ضوء قرارات مجمع الفقه الإسلامي بين الأمل والواقع»، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية، 2005.
87. جمال لعامرة، «تحديات السوق المالي الإسلامي»، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.

88. حسين حسين شحاته، «زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار»، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، مركز صالح كامل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 22 مارس 1997.
89. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، «نحو أسواق مالية إسلامية»، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين، بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 08-09 ماي 2005.
90. رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، «الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية»، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، إستانبول، تركيا، 09-10 سبتمبر 2013.
91. سليم جابو، «جريمة التلاعب في بورصة الأوراق المالية وسبل مكافحتها»، الملتقى الدولي الرابع حول الجريمة في الوطن العربي من منظور الاقتصاد الاجتماعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمي لخضر، الوادي، الجزائر، 27-28 نوفمبر 2013 (أ).
92. سليم جابو، «صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات»، الملتقى العملي الدولي حول آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، يومي 25-26 نوفمبر 2013 (ب).
93. سليم جابو، «نماذج الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقاتها الميدانية»، بحث مقدم لملتقى صفاقس الدولي الثالث حول المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتصرف، صفاقس، الجمهورية التونسية، 16-17 جوان 2014.
94. شعبان محمد إسلام البرواري، «الفائض التأميني في شركات التكافل وعلاقة صندوق التكافل بالإدارة»، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر الهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.
95. عبد الستار أبو غدة، «تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة»، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية المحاسبية والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004.
96. عبد السلام إسماعيل أوناغن، «المبادئ الأساسية للتأمين التكافلي وتأصيلها الشرعي»، مؤتمر التأمين التعاوني، أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة منه، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 11-13 أبريل 2010.
97. عبد الكريم قندوز، «الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية»، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات؛ واقع وآفاق، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6-7 مارس 2007.
98. عبد الله العمراني، «التلاعب في الأسواق المالية؛ دراسة فقهية»، بحث مقدم للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
99. عجيل جاسم النشمي، «الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي»، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.
100. عصام الزين الماحي، «تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة»، الملتقى السنوي الإسلامي السابع حول إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، معهد التدريب المالي والمصرفي التابع للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، من 25 إلى 27 سبتمبر 2004.

101. علي بن ثابت ومايا فتني، «التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة، الجزائر نموذجاً»، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8-9 ديسمبر 2013.
102. علي محي الدين القرّة داغي، «مفهوم التأمين التعاوني: ماهيته وضوابطه ومعوقاته، دراسة فقهية اقتصادية»، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر التأمين التعاوني: أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه، الأردن، 2010.
103. محمد بوجلل ومريم زايدي، «دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، حالة سوق الأسهم السعودي»، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 08-09 سبتمبر 2013.
104. محمد عبد الحلّيم عمر، «الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي»، بحث مقدم لندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدّة، مركز التنمية الإدارية بكلية التجارة، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 4.II. مجالات ومطبوعات**
105. أحمد زايد وعبد الله الخشروم، «المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة، دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني»، مجلة المنارة، البلد، المجلد 13، العدد 9، 2007.
106. أسامة محمد أحمد الفزلي، «تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي»، مجلة المال والصناعة، البلد، العدد السابع عشر، 1999.
107. أماني بورسلي، «التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2»، منشورات شركة كايثال ستوندارز، الكويت، بدون سنة نشر.
108. حسام الدين عبد الوهاب محمد، «تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية»، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، عدد متخصص، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، عمان، الأردن، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.
109. حسين حسن شحاتة، «المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية»، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، ربيع الأول 1420/ جويلية 1999.
110. سليمان ناصر، «السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المعرفي الإسلامي»، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد 21، سنة 2003.
111. عبد السلام صبحي حامد، «عقد السلم؛ قواعده وضوابطه في الشريعة الإسلامية»، مجلة الشريعة والدراسات الإسلامية، مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، الكويت، العدد 42، سبتمبر 2000.
112. عبد الله السلمي، «التغريب في المضاربات في بورصة الأوراق المالية»، مجلة العدل، السعودية، العدد 41، 1430هـ.
113. علي بوعبد الله، «تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في ماليزيا»، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 14، 2015، الجزائر.
114. كمال توفيق حطاب، «نحو سوق مالية إسلامية»، المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، غزّة، فلسطين، 2005.

115. محمد عبد الحكيم زعير، «سوق الأوراق المالية الإسلامية»، مجلة الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 290، جوان 2005.
116. محمد علي القرى، «نحو سوق مالية إسلامية»، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، المجلد الأول، العدد الأول، 1993.
117. نوال بن عمارة، «الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين»، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 11، 2011.

II.5. إحصائيات وتقارير

118. السوق المالية الإسلامية الدولية، التقرير السنوي، البحرين، 2014، 2015، 2016.
119. اللجنة الشرعية الإستشارية، التقرير السنوي، هيئة الأوراق المالية، ماليزيا، 2003.
120. بورصة البحرين، التقارير السنوية، 2015، 2016.
121. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، السودان، 2004، 2008-2016.
122. سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير الربع الأول، إدارة البحوث والتطوير، السودان، 2017.

II.6. مستندات أخرى على الإنترنت

123. أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية، مبادئها، 2016/10/27، ورقة بحثية متاحة على الرابط:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/06/d8a7d984d8a3d8b3d988d8a7d982-d8a7d984d985d8a7d984d98ad8a9-d8a7d984d8a5d8b3d984d8a7d985d98ad8a9-d8a3d8add985d8af-d985d8add985d8af-d986.doc>
124. إعمار، مركز الاقتصاد الإسلامي، لماذا نجحت صناعة المال الإسلامي في السودان، 2017/07/12، متوفر على الرابط:
<http://eamaar.org/?mod=article&ID=3611>
125. السوق المالية الإسلامية الدولية، 2017/07/15، متوفر على الموقع:
<http://www.iifm.net/>
126. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2017/07/16، متوفر على الموقع:
<http://www.cibafi.org/>
127. المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم، 2017/07/16، متوفر على الموقع:
<http://www.iicra.com/iicra/?id=&lang=1&language=Arabic>
128. الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، 2017/07/16، متوفر على الموقع:
<http://iirating.com/corprofile.aspx>
129. سامر مظهر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006، ص38. متوفرة على الرابط:
<http://www.kantakji.com/samer-kantakji-books-articles.aspx>
130. سوق الخرطوم للأوراق المالية، 2017/07/12، متوفرة على الموقع:
<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=104>
131. شركة السودان للخدمات المالية، 2017/07/12، متوفرة على الموقع:
<http://www.shahama-sd.comar>

132. محمد عبد الخليم عمر، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2017/07/15، متوفر على الرابط:

<http://www.kantakji.com/markets/%D8%A3%D9%87%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D9%8A%D8%A9.aspx>

133. مركز إدارة السيولة، 2017/07/16، متوفر على الموقع: <http://www.lmc Bahrain.com>

134. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2017/07/15، متوفر على الموقع:

<http://aaoifi.com>

135. اقتصاد وأعمال، كيف تخطط الجزائر لتحقيق نموها الاقتصادي؟، 2017/08/21، متوفر على الرابط:

<https://arabic.cnn.com/business/2017/04/11/algeria-economy-growth>

136. المدير العام لشركة تسيير بورصة القيم يزيد بلميهورب، رسمة بورصة الجزائر لا تتجاوز نصف مليار دولار، 21 ماي 2017، متوفر على الرابط:

<http://www.akhbarelyoum.dz/ar/200241/213175-2017-05-21-16-27-00>

7.II. حصص تلفزيونية

137. عبد المجيد قدي، "المال والبنون زينة الحياة الدنيا"، قناة القرآن الكريم، التلفزة الجزائرية (5)، 21 فيفري 2014.

138. سليمان ناصر، "المال والبنون زينة الحياة الدنيا"، قناة القرآن الكريم، التلفزة الجزائرية (5)، 21 فيفري 2014.

III. المراجع باللغة الأجنبية

III.1. Acts of Congress

139. Ali, Ahmad Mohammed, "The Emerging Islamic Financial Architecture: The Way Ahead", The Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance, Islamic Finance: Dynamics and Development, Science Center, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, April 2002.
140. Frank, b.g., & Thomas, H., "On the value of transparency in agencies with renegotiation", Journal of Accounting research, vol.4 , n°5, December 2004.
141. Robert, M.B., & others, "What determines corporate transparency?", Journal of Accounting Research, vol. 42, n°2, May 2004.

III.2. Report

142. Bursa Malaysia, Sustainability Report, Malaysia, 2016.
143. General Council For Islamic Banks and Financial Institutions, Activity Report: 15th Anniversary 2001–2016, Bahrain, 2016.
144. International Islamic Financial Market, Newsletter, Bahrain Issue1, March 2017.
145. Securities Commission, annual report, Malaysia, 2001.
146. Securities Commission, annual report, Malaysia, 2004.

III.3. Other documents on the Internet

147. Bursa malaysia, 08/07/2017, web page:
<http://www.bursamalaysia.com/market/>
148. Securities Commission, 08/07/2017, web page:
<https://www.sc.com.my/>

الملاحق